

AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Mario Draghi

Bari, 19 gennaio 2008

Sommario

	<i>Pag.</i>
<i>I mercati finanziari e l'economia mondiale</i>	5
<i>La congiuntura in Italia</i>	9
<i>L'inflazione e la politica monetaria</i>	10
<i>La supervisione bancaria in Europa</i>	11
<i>La vigilanza sul sistema bancario italiano</i>	13
<i>La governance bancaria</i>	15
<i>I mutui</i>	17
<i>L'avvio dell'area comune dei pagamenti in euro</i>	18
<i>La crisi dei fondi comuni italiani</i>	19

I mercati finanziari e l'economia mondiale

Bassa volatilità e liquidità abbondante hanno dominato per un lungo periodo nei mercati finanziari, con tassi di interesse e premi al rischio a livelli minimi. Un'ondata di innovazione finanziaria ha interessato specialmente il credito al consumo, i prodotti strutturati, i derivati; ha visto le banche, soprattutto negli Stati Uniti, trasferire ad altri investitori i crediti erogati (modello “*originate-to-distribute*”); ha contribuito alla straordinaria crescita del settore finanziario non bancario e all'integrazione globale dei mercati dei capitali.

Apertura del mondo agli scambi e credibilità delle politiche monetarie sono state le basi della crescita di questi anni. L'abbondanza di risparmi generata dallo sviluppo delle economie asiatiche e dal surplus dei paesi esportatori di petrolio ha finanziato squilibri imponenti. Il sistema finanziario ha assunto rischi in misura ben maggiore che in passato. Individui e istituzioni che prima avevano difficoltà di accesso al credito potevano ora indebitarsi su vasta scala: la tecnologia finanziaria trasformava attività ad alto rischio in investimenti giudicati di buon merito creditizio. L'introduzione di meccanismi di assicurazione e di swap permetteva un'agevole copertura contro il rischio di credito, che diveniva facilmente trasferibile; ne seguiva l'esplosione dell'indebitamento, che accresceva il rischio sistemico; il mercato si convinceva che distribuzione e diversificazione del rischio avrebbero più che compensato il suo maggior livello. Nello stesso tempo in alcuni paesi gli standard di valutazione del credito peggioravano, fino a configurare in alcuni casi comportamenti fraudolenti.

Questo periodo volge ora al termine. La crisi del settore immobiliare negli Stati Uniti ha catalizzato una reazione brusca e vasta, da tempo prevista dagli osservatori più attenti. Gli operatori, anche i più sofisticati, hanno scoperto d'improvviso quanto fosse stata sopravvalutata la dispersione del rischio, quanto inadeguati fossero, in periodi di crisi, i metodi di valutazione e di gestione dello stesso, quanto fosse approssimativa e indulgente la conoscenza dei prodotti che

erano oggetto di scambio. Ne è derivata la paralisi di molti mercati finanziari, con conseguenze immediate sulla liquidità delle istituzioni bancarie: l'ottimismo sulle potenzialità dell'industria finanziaria si sta trasformando in un pessimismo che contagia l'economia reale. Lo shock ha caratteristiche e dimensioni particolari per i volumi degli asset posti in liquidazione, per la varietà dei mercati che ne sono influenzati, per la drammaticità delle conseguenze su alcune fra le maggiori istituzioni finanziarie mondiali, per la difficoltà di conoscere l'esposizione effettiva degli operatori.

Il sistema sta reagendo con un rapido smantellamento delle posizioni in perdita, con una drastica riduzione dell'indebitamento, con massicci programmi di ricapitalizzazione, con il rafforzamento delle pratiche di gestione e di valutazione del rischio: i casi di insolvenza bancaria sono stati isolati e privi di rilevanza sistemica. L'afflusso di capitale di rischio verso il settore finanziario, in un contesto di mercati azionari in forte ribasso, è stato imponente e pare destinato a continuare. Le risorse finanziarie investite nell'industria degli *hedge funds* sono significativamente aumentate nel corso del 2007 rispetto all'anno precedente. La crisi, profonda nel settore bancario degli Stati Uniti, sembra aver contagiato in misura ben minore altre parti del mondo, altri segmenti dell'industria finanziaria globale.

Ma è indubbio che, al fine di restituire fiducia ai mercati, passo essenziale per conservare i grandi benefici che l'innovazione finanziaria ha apportato alla crescita, occorre porre rimedio alle debolezze dimostrate. La pronta attuazione del Secondo accordo di Basilea con una ben più ampia ricapitalizzazione del sistema, la gestione della liquidità e del rischio, le crepe nel processo di trasferimento del credito, la trasparenza e l'integrità della formazione del contratto di credito sono le principali aree a cui si volge l'attenzione dei regolatori nazionali e internazionali.

Le banche centrali si sono mosse con decisione. La BCE, insieme con le altre maggiori banche centrali, è intervenuta ripetutamente a partire dalla prima metà di agosto per soddisfare la richiesta di liquidità e per limitare lo scostamento dei tassi di interesse a brevissimo termine dal livello del tasso ufficiale. Ha utilizzato con flessibilità e rapidità le diverse modalità operative a propria disposizione, ricorrendo con maggiore frequenza a operazioni di *fine tuning* e con scadenza di 3 mesi; ne è conseguito, fra l'altro, un allungamento della durata media del finanziamento alle controparti. La BCE ha poi esteso la durata dell'operazione di rifinanziamento principale di metà dicembre, fornendo liquidità in misura eccezionalmente ampia; d'intesa con la Riserva Federale degli Stati Uniti, ha offerto finanziamenti in dollari alle controparti dell'area dell'euro.

L'ordinato funzionamento del mercato monetario dell'euro è stato garantito in ogni momento. Sulle scadenze *overnight* i tassi di interesse, fortemente aumentati all'insorgere delle tensioni in agosto, sono tornati in linea con i tassi ufficiali, pur continuando a mostrare un'alta volatilità. Restano ancora elevati i rendimenti interbancari sulle scadenze diverse dal brevissimo termine, riflettendo significativi premi per il rischio.

L'azione della BCE per le finalità della politica monetaria è distinta dagli interventi sulla liquidità. In un momento di forte incertezza, l'offerta da parte della BCE di abbondanti strumenti liquidi ha contribuito ad assicurare il regolare funzionamento dei mercati. Non ha mutato l'orientamento della politica monetaria.

La turbolenza dei mercati finanziari si accompagna e contribuisce al rallentamento dell'economia mondiale.

Dall'autunno è emerso un atteggiamento più prudente delle banche nel concedere finanziamenti. Ieri abbiamo reso noti i risultati dell'indagine dell'Eurosistema sulle condizioni del credito condotta in gennaio; essi indicano per l'Italia una restrizione dei criteri adottati per l'erogazione di prestiti meno intensa che per il resto dell'area.

Tra settembre e novembre le imprese dell'area dell'euro hanno emesso obbligazioni per 25 miliardi, contro i 36 degli stessi mesi del 2006. Nello stesso periodo le emissioni di imprese italiane sono state di 1,6 miliardi; nell'intero 2006 avevano raggiunto i 13 miliardi. L'aumento dell'avversione al rischio si è riflesso in un ampliamento degli spread, anche se l'effetto è stato in parte compensato dal calo dei rendimenti a lungo termine; il costo della raccolta è aumentato per le imprese a minore merito di credito.

L'economia europea ha mostrato negli ultimi mesi qualche rallentamento, in parte da attribuire all'erosione del potere d'acquisto dovuto agli aumenti dei prezzi dell'energia e dei prodotti agro-alimentari e alla maggiore prudenza di famiglie e imprese di fronte a una situazione congiunturale più incerta.

Negli Stati Uniti gli effetti delle turbolenze finanziarie si aggiungono a quelli di un'accentuata contrazione del settore dell'edilizia residenziale, che si va ora trasmettendo ai consumi delle famiglie e ad altri settori produttivi. Né la ripresa delle esportazioni, favorita dal deprezzamento del dollaro, può offrire molto sostegno alla congiuntura, data la bassa incidenza della domanda estera sul prodotto. Il tasso di disoccupazione è cresciuto dal 4,7 al 5 per cento in dicembre; le aspettative di una contrazione dei profitti si stanno generalizzando; i cali dei corsi azionari si sono estesi dal settore finanziario al resto delle imprese. Secondo le previsioni ufficiali disponibili in questo momento, il rallentamento sarà contenuto, anche grazie a possibili interventi di stimolo della politica fiscale. Ma resta concreto il rischio che nel prossimo futuro le condizioni finanziarie più restrittive e la maggiore incertezza delle prospettive inducano famiglie e imprese a rivedere al ribasso le proprie decisioni di spesa.

Nelle economie emergenti l'impatto delle turbolenze finanziarie è stato finora assai modesto. Contrariamente a quanto era accaduto in passato, gli spread sulle obbligazioni emesse da tali paesi sono aumentati di poco; l'accresciuta volatilità dei corsi azionari non ne ha arrestato la tendenza ascendente; né si è prosciugato l'afflusso di capitali esteri. Il considerevole rafforzamento delle

posizioni finanziarie dei paesi emergenti li rende oggi meno vulnerabili a shock esterni.

La congiuntura in Italia

Gli indicatori congiunturali segnalano oggi un rallentamento per l'economia italiana: la dinamica del prodotto si attenua considerevolmente; per quest'anno e per il successivo, tornerebbe al di sotto della crescita potenziale, a sua volta bassa nel confronto internazionale. I forti rincari del petrolio e di alcuni beni alimentari pesano sul reddito disponibile delle famiglie e deprimono i loro consumi. L'apprezzamento dell'euro peggiora, in presenza di un basso tasso di crescita della produttività, la competitività di prezzo delle nostre merci; frena le esportazioni; incoraggia l'acquisto di prodotti importati.

Il divario di crescita nei confronti degli altri paesi dell'area dell'euro torna ad aumentare. Al di là delle fluttuazioni cicliche, continua a mancare lo scatto strutturale della produttività. Ne soffre non solo il confronto competitivo, ma anche il potere d'acquisto dei lavoratori e delle famiglie; quindi, i consumi.

Nell'ultimo decennio la crescita del reddito disponibile pro-capite, al netto dell'inflazione, è stata modesta, soprattutto per la dinamica stagnante della produttività. Riduzioni delle imposte hanno un effetto positivo sui consumi e sul prodotto, soprattutto se mirate alle famiglie con i redditi più bassi, che hanno una propensione al consumo più elevata, anche se nella spesa di queste famiglie hanno un peso significativo beni ad alta intensità di importazione. Ma è solo la crescita dell'efficienza produttiva e dell'offerta di lavoro che offre sostegno duraturo allo sviluppo.

Eventuali misure di sgravio fiscale esplicano appieno il loro potenziale sull'economia solo se non portano a un aumento del debito pubblico: nel nostro caso, se sono compensate da diminuzioni della spesa corrente, che resta molto elevata.

I dati dell'Istat per i primi nove mesi del 2007 mostrano che i conti pubblici sono migliori che in passato. L'incidenza sul PIL delle spese primarie correnti è diminuita; la pressione fiscale è ancora aumentata; gli investimenti pubblici sono aumentati meno del prodotto, dopo essere diminuiti nel biennio precedente; la spesa per interessi è cresciuta fortemente. Complessivamente, il fabbisogno del settore statale è sceso nell'anno al livello più basso dal 2000; il debito è tornato a ridursi in rapporto al prodotto. È importante che il processo di riduzione del disavanzo continui nel 2008. Una valutazione approfondita dello stato dei conti potrà aversi solo a metà anno, con i risultati dei primi versamenti in autotassazione.

L'inflazione e la politica monetaria

L'inflazione provoca danni insidiosi, gravi, duraturi. Ostacola il funzionamento del sistema dei prezzi, fulcro dell'economia di mercato; redistribuisce ciecamente il reddito; intacca il potere d'acquisto delle famiglie a reddito fisso, specialmente delle categorie più deboli; scoraggia gli investimenti; deprime la crescita. Una volta che ha preso piede, tende a perpetuarsi attraverso il circolo vizioso delle aspettative e delle rincorse tra prezzi e salari. Gli italiani sanno bene quanto sia duro liberarsene.

Verso la fine dell'anno l'inflazione in Europa ha mostrato una chiara tendenza a rialzarsi. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo è cresciuto in dicembre del 3,1 per cento nell'area dell'euro e del 2,8 per cento in Italia, tassi tra i più elevati dall'avvio dell'Unione Monetaria. Quest'anno la crescita media dell'area dovrebbe collocarsi sul 2,5 per cento, ben oltre il valore di riferimento per la stabilità dei prezzi fissato dall'Eurosistema; dovrebbe riportarsi in linea con tale valore solo nel 2009.

L'origine del rialzo è nota. Negli ultimi tre anni quasi metà dell'inflazione registrata in Italia e nell'area è stata dovuta ai rincari dell'energia e dei beni

alimentari. Il peso di queste due categorie nel paniere dei prezzi al consumo è cresciuto di più di tre punti nel 2007, arrivando a sfiorare il 30 per cento.

Tra gli elementi che hanno influenzato negli ultimi tempi gli andamenti dei prezzi degli alimentari e dei prodotti energetici si cominciano a scorgere anche fattori strutturali. Le quotazioni degli input primari sono sospinte dall'impetuosa espansione della domanda delle famiglie e delle imprese dei paesi emergenti. Vi contribuisce il crescente impiego di alcuni prodotti agricoli nell'industria dei biocarburanti.

Il fermo ancoraggio delle aspettative di inflazione è stata la base per l'aumento dell'occupazione nell'area dell'euro. Questo ancoraggio va preservato. Solo così resterà incorporato nei contratti di lavoro e nei margini di profitto.

La banca centrale ha il dovere di agire prontamente e con fermezza. La stabilità dei prezzi è affidata dai trattati europei alla politica monetaria, è stata assicurata in questi anni, sarà mantenuta. Le decisioni del Consiglio direttivo della BCE, in particolare sui tassi di interesse, sono e restano orientate a questo obiettivo.

La supervisione bancaria in Europa

Dopo la recente ondata di fusioni e acquisizioni, tutti i maggiori gruppi bancari europei hanno presenze di rilevanza sistemica in paesi diversi da quello di origine. Le autorità del paese dove risiede la casa madre esercitano la vigilanza sul gruppo; i collegi di vigilanza, a cui partecipano tutti i paesi interessati, coordinano la supervisione sulle singole entità nazionali.

Questo sistema ha funzionato in modo soddisfacente, e non è stato messo alla prova dalle recenti turbolenze finanziarie: le banche più coinvolte, non di grande dimensione, hanno un'attività prevalentemente nazionale. Il coordinamento internazionale, soprattutto per le situazioni di crisi, deve essere comunque rafforzato;

sarebbe facilitato dall'esistenza di procedure e di criteri standard per gli interventi di emergenza.

Molti progressi possono realizzarsi anche solo con modifiche limitate del quadro normativo vigente, che potrebbero realisticamente trovare il consenso politico necessario.

Il Comitato europeo dei supervisori bancari (CEBS) ha finora promosso con successo la progressiva armonizzazione di regole e prassi di vigilanza. Il processo non è concluso; occorre accelerare la convergenza; occorre che il CEBS disponga di maggiore capacità decisionale e di maggiori risorse, tali da consentirgli un ruolo più attivo nello scambio di informazioni e nel coordinamento della supervisione.

La costituzione dei collegi di vigilanza va resa obbligatoria; il loro modo di operare va disciplinato e armonizzato negli aspetti essenziali. L'autorità del paese di origine, cui spetta coordinare il collegio, oggi può assumere decisioni vincolanti per l'intero gruppo solo sulla convalida dei modelli per la valutazione dei rischi; questo potere andrebbe esteso ad altre aree della valutazione dell'adeguatezza patrimoniale, con una riduzione degli oneri regolamentari per gli intermediari. D'altra parte i principali poteri di intervento sulle filiazioni, compresi i provvedimenti di rigore in caso di illiquidità o insolvenza, non possono che rimanere alle autorità locali: sia per tener conto del quadro giuridico nazionale nel modo più efficace, sia perché è opportuno mantenere uno stretto collegamento tra chi prende le decisioni e chi ne sopporta gli eventuali costi.

In prospettiva, è necessaria una maggiore uniformità nelle procedure di gestione e liquidazione delle banche in crisi e nei regimi di assicurazione dei depositi. Le differenze nazionali oggi esistenti sono di ostacolo alla concorrenza, complicano la gestione delle situazioni di crisi.

La vigilanza sul sistema bancario italiano

La Banca d'Italia è impegnata nell'affermare un modello di supervisione in armonia con i principi del Secondo accordo di Basilea. La normativa prudenziale si trasforma, diventa meno pesante in termini di adempimenti e vincoli. Si sono già ridotti molti oneri autorizzativi; altri snellimenti seguiranno. La regolamentazione si affida, ben più che in passato, alla capacità delle banche di definire il proprio profilo di rischio e costituire i relativi presidi, nel rispetto di criteri generali. La Vigilanza interviene per verificare le soluzioni adottate dagli intermediari, agendo per lo più a livello consolidato; richiede, quando necessario, azioni correttive.

Questo modo di operare tende a limitare al minimo i vincoli burocratici, ma presuppone che banche e Vigilanza abbiano un'interazione continua, essenziale per valutare i sistemi di governo, gestione e controllo scelti dalle banche, per convalidare i modelli interni utilizzati per la determinazione dei requisiti di capitale. L'azione della Vigilanza è ora più flessibile e finalizzata. È diventato più frequente il ricorso a ispezioni parziali, relative a specifiche attività, aree di rischio, profili gestionali, ovvero mirate a verificare l'attuazione di determinate misure correttive. La presenza ispettiva presso le banche è ormai da considerare un normale strumento dell'azione di vigilanza.

Ferma restando la tutela rispetto ai rischi tradizionali, più conosciuti e più facilmente misurabili, la Vigilanza è particolarmente attenta ai rischi che scaturiscono dall'innovazione finanziaria, dalla maggior dimensione degli operatori, dalla loro proiezione estera. È importante che siano gli stessi intermediari a segnalare problemi che richiedano interventi.

L'organizzazione della Vigilanza cambierà. La supervisione dei principali intermediari sarà svolta integralmente presso l'Amministrazione centrale; le strutture periferiche vigileranno sulle banche a operatività locale. Si elimineranno sovrapposizioni e duplicazioni; ne deriveranno maggior efficienza e tempestività dell'intervento e minori oneri per gli intermediari.

I rischi cambiano con l'evolversi dei mercati. L'esperienza recente dimostra come la liquidità dei mercati e degli intermediari possa contrarsi repentinamente, con effetti cumulativi e talora devastanti, trasformando un problema di liquidità in uno di adeguatezza del capitale. La gestione del rischio di liquidità è diventata assolutamente centrale. La tutela della stabilità richiede che le banche non solo abbiano una capitalizzazione ben superiore a quella prevista dai requisiti minimi di Basilea II, ma anche prevedano e mantengano margini di sicurezza sulle loro posizioni di liquidità.

La Banca d'Italia ha fortemente intensificato la vigilanza sulla liquidità. Linee guida appena emanate richiedono alle banche di rafforzare gli strumenti per la valutazione dell'impatto di scenari avversi, inclusi casi estremi, e di aggiornare i piani di gestione della liquidità in condizioni di stress. Da settembre è attivo un monitoraggio frequente e sistematico della liquidità delle banche, esteso non solo ai principali gruppi e a quelli che presentano profili meritevoli di attenzione, ma presto anche alle banche medie e piccole, soprattutto a quelle specializzate nei finanziamenti a medio e a lungo termine.

Le ripercussioni delle turbolenze finanziarie internazionali sulla liquidità delle banche italiane sono state meno intense che in altri sistemi, grazie a una minore esposizione, diretta e indiretta, verso il mercato dei mutui *subprime* statunitensi, all'ampia quota dei depositi della clientela fra le fonti di raccolta, a una capitalizzazione adeguata, a una redditività operativa nel complesso soddisfacente.

Un'indagine approfondita, comprendente anche le esposizioni indirette attraverso titoli strutturati, conferma oggi che il rischio a carico dei gruppi italiani è limitato nel confronto internazionale: l'esposizione lorda rappresenta meno del 3 per cento del patrimonio di vigilanza e meno del 20 per cento degli utili lordi del sistema, la cui solidità patrimoniale non verrebbe intaccata da eventuali, ulteriori svalutazioni in questo comparto.

La valutazione in bilancio dei titoli strutturati, la decisione sul consolidamento di quelle entità oggi fuori bilancio – *conduit* e SIV – che beneficiano di linee di credito e di liquidità da parte di banche, devono essere improntate a criteri di massimo rigore e trasparenza.

Il consolidamento del sistema bancario italiano ha quest'anno compiuto ulteriori progressi. L'opera non è terminata: con forme forse diverse, si estenderà alle aziende di minore dimensione. Cogliere gli incrementi di efficienza derivanti da nuove operazioni di consolidamento e dal compimento di quelle intraprese è ancor più importante in un anno in cui sarà difficile che la redditività delle banche mantenga i livelli del recente passato.

La governance bancaria

Nei mesi scorsi si è svolta, con un'ampia partecipazione del sistema bancario e del mondo accademico, una consultazione sulla regolamentazione proposta dalla Banca d'Italia in tema di assetti di governo societario delle banche.

Questa fase, ora terminata, ha rivelato un diffuso consenso per il carattere innovativo e organico dell'intervento.

Il testo preliminare sottoposto alla consultazione contiene principi generali, ispirati alla regolamentazione nazionale e agli indirizzi internazionali e, per gli aspetti particolarmente rilevanti per le finalità di vigilanza, detta linee applicative anche speciali rispetto alle previsioni civilistiche.

Alcune delle regole previste per l'applicazione del modello dualistico introdotto dalla riforma del diritto societario hanno rivelato la difficoltà di conciliare la complessità delle nuove realtà aziendali con i fini della vigilanza.

Governance, organizzazione, requisiti patrimoniali, sistemi di gestione e controllo dei rischi formano, nel nuovo modello di supervisione bancaria, un

insieme integrato nel perseguimento dell'obiettivo della sana e prudente gestione delle banche.

La nuova disciplina prescinde dall'individuazione nominativa degli organi aziendali: fa riferimento alle funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo, rilevanti in un'ottica di vigilanza e tipiche di ogni organizzazione societaria, indipendentemente dal modello di amministrazione e controllo adottato.

Tali funzioni devono essere assegnate agli organi aziendali (talora all'interno di questi) garantendo chiara distinzione di responsabilità, efficace dialettica interna, corretta gerarchia di controllo. Le disposizioni di vigilanza prevedono, sempre al fine di assicurare la sana e prudente gestione, specifiche cautele e presidi per i casi in cui, come emerso nell'esperienza applicativa, la disciplina civilistica non escluda la possibilità di sovrapposizione o commistione di funzioni.

Il consiglio di sorveglianza può infatti cumulare, e di regola cumula, funzioni di indirizzo, tipiche dell'assemblea, di supervisione strategica, proprie del consiglio di amministrazione, di controllo, proprie del collegio sindacale. Le disposizioni di vigilanza assicureranno una netta distinzione tra supervisione strategica riservata al consiglio di sorveglianza e gestione riservata al consiglio di gestione; potranno presidi a tutela dell'imparzialità e dell'efficienza dei controlli esercitati dal consiglio di sorveglianza. Questa è la *ratio* delle disposizioni che richiedono la puntuale individuazione delle competenze del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione, riflesse anche dalla composizione di quest'ultimo.

I contributi critici provenienti dalla consultazione, che ha confermato la correttezza di questa impostazione, consentiranno di calibrare gli aspetti applicativi dei principi generali, che tuttavia rimarranno fermi. L'autonomia statutaria è un valore positivo; la regolamentazione prudenziale deve assicurare

che il suo esercizio nel settore bancario sia compatibile con le esigenze della sana e prudente gestione.

Si prevede che, emanata la normativa, le banche, secondo un principio di proporzionalità, compiano un'approfondita autovalutazione al fine di verificare la conformità dei propri assetti di governo societario con le nuove disposizioni. Un congruo periodo transitorio consentirà agli intermediari di realizzare con gradualità gli adeguamenti che potranno rendersi necessari.

I mutui

L'acquisto dell'abitazione rappresenta per gran parte dei cittadini l'investimento più importante della vita; la possibilità di accedere a un finanziamento ne è spesso condizione necessaria.

Le tensioni sul mercato monetario si sono riflesse anche sui finanziamenti alle famiglie. Tra luglio e dicembre i tassi sui mutui indicizzati ai rendimenti dei depositi interbancari sono aumentati di circa 30 punti base; è cresciuto l'onere della rata per le numerose famiglie che hanno sottoscritto finanziamenti di questo tipo. I tassi su tali mutui potranno subire qualche limatura in seguito agli andamenti recenti del mercato monetario. Le nostre stime mostrano che l'incidenza complessiva delle sofferenze sullo stock dei mutui resta moderata, pur rivelando un leggero deterioramento, confermato dai dati sinora disponibili sul flusso di nuove sofferenze.

In Italia negli ultimi anni le condizioni strutturali del mercato dei mutui hanno mostrato significativi progressi. Si è ampliata la gamma dei contratti disponibili; i finanziamenti sono diventati più flessibili; i margini degli intermediari si sono ridotti. Sui mutuatari gravano tuttavia anche costi diversi da quelli per interessi: imposte, premi di assicurazione, commissioni, onorari e spese notarili, compensi per i periti, onerosi particolarmente per i mutui di importo contenuto. Una maggiore esposizione alla concorrenza è, in questo come in altri

casi, ingrediente essenziale per ridurre i costi per le famiglie. Ma non è sufficiente. Alle banche va chiesto di continuare lo sforzo per accrescere la trasparenza dei contratti e migliorare le informazioni rese alla clientela. La scelta del mutuo con le caratteristiche più adatte alla situazione economica delle famiglia è complessa. La buona qualità del servizio offerto giova al cliente e alla reputazione della banca.

Alcune famiglie tra quelle che hanno sottoscritto mutui a tassi indicizzati quando i rendimenti del mercato monetario erano particolarmente bassi possono ora considerare conveniente la rinegoziazione di alcune condizioni. Le misure introdotte da Governo e Parlamento in materia di estinzione anticipata e di portabilità dei mutui hanno posto le basi per un'azione più incisiva della concorrenza, ampliando le opzioni a disposizione del debitore. Le banche stanno rispondendo. Secondo dati dell'Associazione Bancaria Italiana, già nei primi nove mesi dell'anno scorso 42.000 clienti hanno rinegoziato tassi, spread e durata dei mutui contratti negli anni precedenti, un numero molto più elevato rispetto al corrispondente periodo del 2006; è aumentato anche il numero delle estinzioni anticipate.

L'avvio dell'area comune dei pagamenti in euro

Il processo di integrazione dell'industria finanziaria europea sta per segnare una tappa importante. Il 28 gennaio prenderà avvio la *Single Euro Payments Area* (SEPA): in tutta Europa i pagamenti in euro effettuati con determinati strumenti avranno condizioni operative e livelli di servizio uniformi. Sarà possibile confrontare le proposte dei diversi intermediari; si creeranno le condizioni per un miglioramento della qualità dei servizi resi agli utilizzatori finali: cittadini, imprese, pubblica amministrazione.

All'internazionalizzazione delle nostre imprese non ha finora corrisposto un aumento del flusso di pagamenti con l'estero gestito dalle banche italiane. La SEPA è un'occasione per recuperare terreno, purché si sappia cogliere la sfida del

cambiamento. Essa facilita l'offerta di nuovi servizi alla clientela *corporate*; l'espansione sul mercato europeo; l'investimento in prodotti che rispondano alle esigenze delle imprese italiane.

I bonifici e le carte di pagamento, che interessano più di 31 miliardi di operazioni all'anno, saranno i primi a essere standardizzati. Uno studio della Commissione europea valuta che i benefici per l'economia dell'Unione possano superare i 120 miliardi di euro nell'arco dei prossimi sei anni.

La crisi dei fondi comuni italiani

Il deflusso di risparmio dai fondi comuni italiani si è intensificato nel 2007. I disinvestimenti netti hanno sfiorato i 53 miliardi. Alla fine dell'anno il patrimonio gestito dai fondi italiani era sceso a circa 350 miliardi, un valore inferiore di un quarto a quello dell'inizio del decennio. Il deludente andamento della raccolta si protrae da tempo; la crisi è strutturale.

Il ridimensionamento di questo settore è un caso unico tra i principali paesi europei. La quota di mercato in Europa dei fondi armonizzati di diritto italiano, nel 2000 pari al 12 per cento e terza per ordine di grandezza, è oggi scesa al 5 per cento; continua a ridursi rapidamente. Il calo è di poco inferiore se si tiene conto dei fondi gestiti da società controllate da gruppi italiani presso centri finanziari esteri. Nel portafoglio delle famiglie italiane l'incidenza dei fondi comuni si è più che dimezzata tra il 2000 e oggi, scendendo intorno all'8,5 per cento; il calo è ancora più marcato per i soli fondi di diritto italiano, il cui peso sulle attività finanziarie delle famiglie, pari al 5,8 per cento, è poco più di un terzo di quello del 2000. La ricomposizione avvenuta nel portafoglio delle famiglie ha favorito soprattutto i prodotti assicurativi del ramo vita, saliti di circa 5 punti percentuali, intorno all'11 per cento del totale; la crescita degli strumenti bancari è stata invece contenuta, dell'ordine di un punto percentuale, sia per i depositi sia per i titoli.

Gli svantaggi fiscali penalizzano decisamente i fondi italiani rispetto a quelli esteri. La concorrenza andrebbe riportata esclusivamente sul piano della qualità della gestione; il riordino della tassazione sui frutti delle attività finanziarie può essere l'occasione per un intervento. Asimmetrie nella regolamentazione in materia di trasparenza e nella struttura delle commissioni, entrambe meno favorevoli al risparmio gestito rispetto ad altri prodotti assicurativi e strutturati, contribuiscono alla spiegazione della crisi dei fondi. Ma non la esauriscono. Lo scenario competitivo è cambiato; l'industria del risparmio gestito si è profondamente trasformata, internazionalizzandosi; l'attuale crisi mostra l'insufficienza di modelli validi in passato. Le società di gestione e i rispettivi gruppi di appartenenza devono riconsiderare il proprio posizionamento strategico, realizzando economie di scala, accentuando la specializzazione, allineando gli oneri a carico dei risparmiatori alle caratteristiche dei prodotti e alle condizioni dei mercati.

La Banca d'Italia ha richiamato più volte l'industria del risparmio gestito alla necessità di affrontare questi nodi strutturali, in particolare aprendo le reti distributive, assicurando in modo adeguato l'indipendenza, dove opportuno anche con una separazione proprietaria, delle società di gestione del risparmio dai gruppi bancari. La risposta è stata finora deludente.

Non vi è un solo modello possibile. Alcuni gruppi possono concentrarsi sulla commercializzazione di prodotti altrui e sulla consulenza, valorizzando il rapporto con la clientela; decisioni simili sono già state adottate non solo da istituti minori, ma anche da alcune grandi banche internazionali. Altri possono puntare allo sviluppo delle proprie capacità di offrire servizi di gestione. Anche in seguito alla concentrazione del sistema bancario, esistono oggi in Italia entità potenzialmente in grado di assumere una posizione importante nell'*asset management* europeo. Una simile scelta richiede società di gestione grandi e autonome dalle banche nel pianificare il proprio sviluppo, anche al di fuori delle reti del gruppo e del territorio nazionale; dotate di adeguate risorse finanziarie per raggiungere, per via interna o tramite acquisizioni, le soglie dimensionali, la

capacità di innovazione e il livello di efficienza necessari per competere efficacemente sul mercato internazionale. L'apertura delle reti distributive può favorire il consolidamento del settore.

La Banca d'Italia, nel rispetto dei propri compiti istituzionali e dell'autonomia dei singoli intermediari, promuoverà la costituzione di un gruppo di lavoro, anche con la partecipazione degli operatori interessati, che esamini le innovazioni normative e regolamentari ormai necessarie per il rilancio dell'industria del risparmio gestito.

Quest'anno si apre su un orizzonte dove le turbolenze finanziarie si coniugano con una debolezza ciclica.

Il nostro sistema finanziario è solido per i suoi clienti, per il suo patrimonio, per i progressi compiuti in questi anni.

Il recente rallentamento congiunturale richiede attenzione per la sua importanza intrinseca, ma soprattutto perché si innesta su una debolezza di fondo. È questa che dobbiamo affrontare: occorre vedere con chiarezza i nodi strutturali, operare per scioglierli.