

ASSIOM FOREX

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Ignazio Visco

Roma, 8 febbraio 2014

La ripresa, i rischi

Dalla scorsa estate, all'intensificarsi del rafforzamento congiunturale nelle economie avanzate, in particolare negli Stati Uniti, si sono accompagnati un miglioramento delle condizioni finanziarie e una diminuzione dei premi per il rischio sui titoli di Stato nell'area dell'euro. In Italia, sono proseguiti gli afflussi netti di capitali dall'estero; la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti Target2 è scesa di quasi un terzo rispetto al picco toccato nell'estate del 2012.

La riduzione delle tensioni nell'area dell'euro riflette i progressi nella *governance* dell'Unione europea, la determinazione della politica monetaria a mantenere condizioni accomodanti, la correzione degli squilibri nazionali, con miglioramenti importanti nei paesi più colpiti dalla crisi.

I rischi restano tuttavia elevati. Tensioni sui mercati internazionali, manifestatesi già lo scorso anno dopo il primo annuncio della graduale riduzione degli acquisti di titoli da parte della Federal Reserve, si sono ripresentate nelle ultime settimane, acuite da segnali di rallentamento dell'attività in Cina. Ne hanno risentito le economie emergenti, soprattutto quelle con problemi strutturali e di finanziamento a breve termine.

Nell'area dell'euro l'attività economica è tornata a crescere, ma a ritmi contenuti e in misura diseguale tra i paesi. In Italia la produzione industriale, in flessione dall'estate del 2011, è aumentata di circa l'1 per cento nel quarto trimestre dell'anno passato. Dalla scorsa estate le vendite e gli ordinativi delle imprese industriali sono in crescita moderata, le rilevazioni qualitative mostrano un progressivo miglioramento, segnalando il proseguimento della graduale espansione dell'attività nell'industria manifatturiera e l'avvicinarsi del ritorno

alla crescita anche nei servizi. Il PIL dovrebbe essere cresciuto di qualche decimo di punto percentuale nel quarto trimestre del 2013, dopo aver smesso di cadere in quello precedente. Per il 2014, nelle nostre valutazioni più recenti, la previsione centrale sulla crescita del prodotto è dell'ordine di tre quarti di punto percentuale.

La ripresa nelle vendite delle imprese industriali è trainata dalle esportazioni, cresciute negli ultimi anni in linea con l'evoluzione dei nostri mercati di sbocco, dopo un prolungato periodo di flessione delle quote di mercato.

Ancora stenta, invece, la domanda interna. I consumi delle famiglie risentono della persistente debolezza del mercato del lavoro e dell'insufficiente dinamica dei redditi, nonché del desiderio di riportare il risparmio su più alti livelli, dopo la caduta degli ultimi anni. In un contesto di buon andamento degli ordini dall'estero, gli investimenti dovrebbero tornare a crescere nell'anno in corso, ma restando sui valori più bassi degli ultimi venti anni in rapporto al PIL. Un aumento più deciso dell'accumulazione richiede al tempo stesso la riduzione dell'incertezza sulle prospettive di medio termine e il superamento delle tensioni nell'offerta di credito e degli squilibri finanziari delle nostre imprese.

La ripresa non si è estesa a tutti i settori produttivi, né all'intero territorio nazionale; il miglioramento ha riguardato soprattutto le aziende di dimensione maggiore, localizzate al Centro-Nord e che realizzano all'estero una quota rilevante delle proprie vendite. La capacità di innovare i prodotti e i processi produttivi, di competere con successo sui mercati nazionale e internazionale, di raggiungere quelli più dinamici, demarca la linea di confine tra le imprese che continuano a espandere il fatturato e l'occupazione e quelle che invece faticano a rimanere sul mercato.

Misurata sulla base dei prezzi alla produzione, la competitività delle imprese manifatturiere è migliorata tra il 2007 e il 2013 di circa il 4 per cento.

A un aumento dei costi del lavoro per unità di prodotto maggiore che negli altri principali paesi dell'area, soprattutto per la dinamica della produttività, si è contrapposta la riduzione dei margini di profitto. Il guadagno prodotto dal deprezzamento dell'euro per gli scambi esterni all'area tra il 2007 e il 2012 è stato pressoché annullato nel corso dell'ultimo anno.

Sull'andamento del cambio incidono, in direzioni opposte, diversi fattori. Spingono verso l'apprezzamento sia l'aumento dell'avanzo delle partite correnti dell'area, sia l'afflusso di capitali connesso con l'attenuazione della crisi del debito sovrano. Un impulso al deprezzamento, in particolare nei confronti del dollaro, proviene invece dal miglioramento ciclico e dall'avvio dell'uscita dalla forte espansione monetaria negli Stati Uniti.

Eventuali guadagni di competitività che derivassero dalle variazioni del cambio sarebbero comunque transitori in mancanza di un recupero di produttività. Nell'ultimo triennio, si stima che la produttività totale dei fattori in Italia abbia appena recuperato la contrazione del 2009, a fronte di incrementi dell'1,5 per cento in Francia e di circa il 5 in Germania. Gli investimenti per occupato sono diminuiti di quasi il 9 per cento in Italia, contro un aumento del 2 in Francia e dell'8 in Germania.

Negli ultimi mesi sono emersi primi segnali di stabilizzazione dell'occupazione e di aumento delle ore lavorate. Ma il tasso di disoccupazione ha raggiunto un livello prossimo al 13 per cento, il doppio di quello prevalente prima della crisi e il più elevato da quando è iniziata, negli anni cinquanta, la rilevazione. Dato l'ampio ricorso alla Cassa integrazione guadagni, e considerando anche i cambiamenti di più lungo periodo determinati dall'innovazione tecnologica, l'occupazione rischia di tornare a crescere lentamente e con ritardo rispetto alla ripresa dell'attività. Come in altri paesi, il forte e protratto calo dell'attività economica ha pesato in misura maggiore sui giovani: il tasso di occupazione per quelli di età compresa tra i 15 e i 24 anni,

escludendo gli studenti dalla popolazione di riferimento, è sceso al 43 per cento, dal 61 del 2007; dal 74 al 66 per cento per la classe di età dai 25 ai 34 anni.

Nell'insieme la ripresa appare ancora debole e incerta. Ogni sforzo, sul piano nazionale e su quello europeo, va indirizzato a sollevare la domanda favorendo, in una visione condivisa di più chiare prospettive future, la creazione di nuove opportunità di lavoro, l'accumulazione di capitale, un'innovazione volta a ottenere guadagni di produttività da trasferire sui redditi.

Alle difficoltà, politiche e sociali, di questo percorso si accompagnano rischi da considerare con attenzione specifica. Oltre all'evoluzione del quadro internazionale, quelli principali riguardano la dinamica dei prezzi, le condizioni del mercato dei debiti sovrani, l'accesso al credito.

La dinamica dei prezzi

Negli ultimi mesi l'inflazione nell'area dell'euro e in Italia è scesa in misura sistematicamente superiore alle aspettative; da ottobre il tasso di crescita dei prezzi al consumo si colloca al di sotto dell'1 per cento.

Nelle previsioni dell'Eurosistema, l'inflazione al consumo si manterrà sia quest'anno sia il prossimo su livelli ben inferiori a quello considerato coerente con la definizione della stabilità dei prezzi adottata dalla Banca centrale europea, che consiste, come è noto, in un'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo. Le nostre previsioni delineano un quadro simile anche per l'evoluzione dei prezzi al consumo in Italia.

La decelerazione dei prezzi riflette non solo la flessione tendenziale della componente dei beni energetici, ma anche la debolezza congiunturale. L'eccezionale caduta dell'attività economica provocata dalla crisi può avere accentuato la sensibilità dell'inflazione alle condizioni cicliche, in particolare per i beni diversi da quelli energetici e alimentari.

Non siamo in una situazione di generalizzata riduzione dei prezzi, di deflazione. Ma anche un periodo prolungato di variazioni dei prezzi al di sotto del livello compatibile con la stabilità monetaria non è desiderabile; ostacola la correzione degli squilibri macroeconomici attraverso l'aggiustamento dei prezzi relativi, può ridurre la capacità di spesa per consumi e riflettersi negativamente sul costo dei capitali investiti. Soprattutto, non va sottovalutato in prospettiva il rischio, oggi contenuto, che le aspettative di inflazione a lungo termine perdano il riferimento alla stabilità dei prezzi. Si tratta di processi non lineari, in grado di materializzarsi rapidamente.

Per questa ragione, il Consiglio direttivo della BCE ha riaffermato l'intenzione di mantenere condizioni monetarie accomodanti per tutto il tempo necessario e ha ribadito con fermezza che i tassi ufficiali rimarranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo prolungato. In linea con il proprio mandato, il Consiglio utilizzerà tutti gli strumenti necessari per mantenere nel medio termine l'inflazione effettiva e attesa in linea con la definizione di stabilità dei prezzi.

Il debito sovrano

La riduzione dello spread tra i BTP decennali e i corrispondenti titoli tedeschi in prossimità di 200 punti base, livello su cui si collocava nel luglio del 2011, riflette l'abbattimento del rischio di disgregazione dell'area dell'euro, la migliorata fiducia dei mercati.

Non possono essere però escluse spinte al rialzo sui tassi di interesse globali derivanti dal consolidamento della ripresa o da turbolenze internazionali; solo il ritorno, anche in Italia, a una crescita stabile e sostenuta potrà compensarne l'effetto, favorendo un'ulteriore riduzione della componente dei differenziali tra i tassi dei titoli sovrani dovuta ai diversi andamenti di fondo delle economie.

La fiducia faticosamente riguadagnata non deve essere indebolita dal riaccendersi di timori sulla risolutezza dell'Italia, e di tutti i paesi dell'area dell'euro, a proseguire sulla strada delle riforme e della responsabilità. Ne sarebbe ostacolato il miglioramento delle condizioni di accesso al credito, con inevitabili riflessi sul costo del capitale e sugli investimenti delle imprese.

Si tratta di un sentiero stretto. Nel percorrerlo si deve certo tenere conto delle necessità di chi più sta soffrendo le conseguenze della lunga crisi e dei grandi cambiamenti connessi con l'apertura dei mercati e con il rapido affermarsi delle nuove tecnologie, cambiamenti rispetto ai quali resta da compiere larga parte del necessario aggiustamento strutturale.

Il rispetto dei vincoli di bilancio non risponde solo a obblighi formali, consente di garantire il pieno accesso del Tesoro al mercato finanziario. Nel 2013 il fabbisogno finanziario del settore statale è stato pari a circa 80 miliardi. Includendo il rinnovo dei titoli in scadenza, il ricorso annuo del Tesoro ai mercati è dell'ordine di 400 miliardi.

Gli acquisti netti dall'estero di titoli pubblici italiani, in particolare da parte di investitori istituzionali, hanno manifestato segni di ripresa dalla metà del 2012, sono proseguiti nel corso del 2013. Ma la fiducia degli investitori esteri, talora sbrigativamente identificati con la categoria degli "speculatori", può risentire rapidamente dei segnali di peggioramento nell'affidabilità creditizia di un prestatore sovrano: tra l'estate del 2011 e la primavera del 2012 la quota di titoli pubblici italiani in mani estere (escludendo gli acquisti effettuati dall'Eurosistema nell'ambito del *Securities markets programme*) scese di 16 punti percentuali, al 31 per cento.

Prima della crisi l'Italia ha rinviato la riduzione del disavanzo strutturale, non è cresciuta abbastanza da indurre un rapido calo dell'incidenza del debito pubblico sul prodotto. L'accelerazione dell'aggiustamento è giunta nel momento

più difficile; ha avuto inevitabili effetti prociclici, ma ha risposto all'esigenza di evitare il peggio; non ha potuto evitare l'aumento del rapporto tra debito e prodotto in questi anni di crisi.

Le regole europee richiedono la riduzione di questo rapporto, non quella del debito in termini assoluti. A questo fine, anche in condizioni di crescita moderata, è sufficiente non deviare dall'obiettivo di pareggio strutturale di bilancio. Il recupero di credibilità, ottenuto grazie agli sforzi compiuti e con la consapevolezza che non si può che procedere lungo la strada delle riforme, sta producendo risparmi di spesa per interessi, facilitando il contenimento del disavanzo pubblico.

Questa credibilità potrà consentire al Paese di utilizzare i margini di flessibilità previsti dalle regole europee per finanziare investimenti pubblici e di sostenere con autorevolezza il completamento della costruzione europea, anche nella prospettiva di un'unione di bilancio che renda possibile l'utilizzo di risorse comuni per potenziare l'investimento in infrastrutture e facilitare l'attuazione delle riforme.

L'accesso al credito

Prosegue il calo dei prestiti alle imprese italiane, pari a oltre il 9 per cento negli ultimi due anni, dopo un aumento di quasi il 14 per cento tra la fine del 2007 e l'autunno del 2011. In un quadro di prospettive ancora incerte per l'attività economica, la domanda di credito resta debole, ma anche le tensioni dal lato dell'offerta stentano a ridursi.

Le risposte delle banche italiane nel sondaggio sul credito del trimestre scorso (*Bank Lending Survey*) confermano l'attenuazione della restrizione delle condizioni di offerta; soprattutto tra le piccole imprese, è ancora alta, tuttavia, la percentuale di aziende che riportano difficoltà di accesso al credito. Si è ridotto, ma resta elevato, il divario tra il costo dei nuovi prestiti alle imprese italiane e

quello medio alle imprese dell'area (a quasi 80 punti base in dicembre, da poco meno di 100 a fine 2012).

Le condizioni di liquidità delle banche sono migliorate dallo scorso anno. Il ricorso al rifinanziamento dell'Eurosistema è sceso a 224 miliardi a fine gennaio, 50 in meno rispetto a un anno prima. Sono stati restituiti, principalmente dagli intermediari maggiori, 64 dei 255 miliardi ottenuti nelle due operazioni a tre anni del dicembre 2011 e febbraio 2012. Il miglioramento delle condizioni di raccolta all'ingrosso potrà facilitare il rimborso anticipato dei fondi residui.

Le tensioni sull'offerta di credito derivano soprattutto dall'accresciuto peso dei prestiti deteriorati nei bilanci delle banche e dal peggioramento delle loro valutazioni del merito di credito dei prenditori.

Il tasso di ingresso in sofferenza ha smesso di crescere dal terzo trimestre del 2013; secondo le nostre valutazioni si manterrebbe pressoché stabile nei prossimi trimestri. Tuttavia, risentendo della lunga recessione, il rapporto tra i crediti in sofferenza e il totale dei prestiti ha raggiunto il 9,1 per cento lo scorso dicembre, quasi 7 punti percentuali in più rispetto alla fine del 2008. Per i prestiti alle imprese, il rapporto è passato dal 3 al 13 per cento.

Le necessarie rettifiche a fronte del deterioramento della qualità dei prestiti incidono sulla profittabilità delle banche; nei primi nove mesi del 2013 hanno assorbito tre quarti della redditività operativa. Il rendimento del capitale e delle riserve è risultato particolarmente basso.

In Italia il mercato privato degli attivi deteriorati rimane poco sviluppato. Alcune transazioni concluse di recente segnalano interesse da parte di investitori specializzati nella gestione di queste attività. Vanno nella giusta direzione interventi, quali quelli in corso presso alcune banche, volti a razionalizzare la gestione dei crediti deteriorati con la creazione di strutture dedicate in grado di aumentare l'efficienza delle procedure e la trasparenza di questi attivi. Interventi

più ambiziosi, da valutare anche nella loro compatibilità con l'ordinamento europeo, non sono da escludere, possono consentire di liberare, a costi contenuti, risorse da utilizzare per il finanziamento dell'economia.

La rivalutazione del capitale sociale della Banca d'Italia ha adeguato valori fermi da decenni; saranno eliminati gli eccessi di concentrazione delle quote. L'aumento del capitale di migliore qualità che ne consegue per le banche partecipanti, pur non potendo essere considerato ai fini dell'esame della qualità degli attivi in corso nell'area dell'euro, contribuirà a sostenere l'offerta di credito.

Con il consolidamento della ripresa economica e la progressiva diminuzione della rischiosità dei prestiti il sostegno del sistema bancario all'economia potrà rafforzarsi, contribuendo a sua volta a stimolare la crescita. Vi potranno concorrere misure mirate, alcune già decise, come il rifinanziamento del Fondo di garanzia per le piccole imprese e le modifiche in tema di regime fiscale delle svalutazioni e delle perdite su crediti nei bilanci delle banche.

L'azione della Vigilanza e l'Unione bancaria

Anche grazie all'azione della Banca d'Italia, nonostante il forte peggioramento della qualità del credito, tra settembre del 2012 e lo stesso mese dello scorso anno il tasso di copertura dei prestiti deteriorati è cresciuto dal 38,3 al 39,9 per cento per il complesso dei gruppi bancari. In rapporto alle attività ponderate per il rischio, il patrimonio di migliore qualità (core tier 1) è aumentato dal 10,0 al 10,6 per cento. L'incremento dei livelli di copertura e del grado di patrimonializzazione deve proseguire. Preserva la fiducia degli investitori nelle banche e riduce il costo della raccolta, contribuendo così a garantire un adeguato flusso di credito all'economia. Durante la crisi le banche più capitalizzate hanno mostrato una più elevata dinamica dei prestiti.

La Vigilanza sta esaminando i profili di debolezza nell'assetto e nel funzionamento dei consigli di amministrazione; l'obiettivo è quello di rimuovere fattori che possano ostacolare il rafforzamento patrimoniale e di promuovere una migliore gestione d'impresa. Le proposte formulate nel documento per la consultazione pubblica dello scorso dicembre intendono migliorare la *governance*, limitando la numerosità degli esponenti degli organi aziendali e accrescendo la possibilità per gli azionisti di far presenti le loro istanze. La Banca terrà conto delle osservazioni emerse nel corso della consultazione pubblica nell'emanazione delle disposizioni finali. Assetti organizzativi corretti sono essenziali per l'efficienza e la stabilità. La crescita del numero di banche in situazione di difficoltà è principalmente dovuta alla recessione, ma vi hanno contribuito deboli sistemi di governo societario, oltre che episodi di *mala gestio*.

Nel corso della crisi il circolo vizioso tra le condizioni delle banche e quelle dei rispettivi emittenti sovrani ha inciso negativamente sul merito di credito degli intermediari, sulla loro capacità di raccolta sui mercati. L'Unione bancaria può contribuire in modo decisivo a spezzarlo. Il primo passo è l'avvio del meccanismo unico di supervisione.

L'esercizio di valutazione complessiva dei bilanci delle maggiori banche dell'area – condotto dalla BCE e dalle autorità nazionali – contribuirà a far partire il meccanismo unico di supervisione, alla fine di quest'anno, su basi solide e credibili. Ne conseguirà la disponibilità di informazioni chiare e confrontabili sullo stato di salute delle banche europee.

L'esercizio sarà condotto in modo trasparente e rigoroso, riducendo al massimo l'incertezza sulle modalità del suo svolgimento. La valutazione riguarderà tutte le poste dell'attivo e i relativi profili di rischio. Nell'esame della qualità delle esposizioni saranno utilizzati criteri uniformi, allineati alle prassi seguite nel nostro paese, considerate tra le più scrupolose.

La prima fase dell'esame della qualità degli attivi bancari, dedicata alla selezione dei portafogli relativamente più rischiosi, si sta per concludere. Nella seconda fase, che sarà avviata nelle prossime settimane, si procederà all'esame analitico di un ampio numero di posizioni e alla valutazione dell'adeguatezza delle relative rettifiche contabilizzate dalle banche.

Nei giorni scorsi l'Autorità bancaria europea e la BCE hanno reso note le principali caratteristiche dello *stress test*. L'esercizio si riferirà al triennio 2014-16. Il valore soglia del coefficiente patrimoniale che le banche dovranno rispettare alla fine del periodo sarà pari all'8 per cento nello scenario di base e al 5,5 per cento nello scenario avverso. La definizione di capitale, che terrà opportunamente conto delle scelte adottate dalle autorità nazionali in linea con le previsioni del regime transitorio, sarà quella in vigore alla fine del 2016.

Le misure correttive che saranno chieste agli intermediari saranno connesse con la natura della debolezza patrimoniale eventualmente segnalata dallo *stress test*. Nel caso in cui essa emerga nello scenario di base, sarà richiesta la rapida attuazione delle misure necessarie; qualora invece essa si manifesti solo nello scenario avverso, i tempi saranno definiti in maniera appropriata nell'ambito di un piano di ricapitalizzazione concordato con le autorità di vigilanza.

Ho già richiamato nei mesi scorsi la necessità di una rapida definizione di meccanismi di *backstop* pubblico, in grado di assicurare i mercati sulla determinazione delle autorità ad affrontare e risolvere le debolezze che dovessero emergere a seguito dell'esercizio di valutazione. Il disegno dell'Unione bancaria va completato con l'introduzione del meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie. Il negoziato in corso tra il Consiglio, la Commissione e il Parlamento europei sull'accordo raggiunto dal Consiglio alla fine dello scorso anno deve procedere e concludersi speditamente, in modo da consentire il prima possibile l'allineamento tra le responsabilità della supervisione e quelle della gestione e risoluzione delle crisi. Il processo

decisionale deve essere reso più rapido ed efficace. La lunga fase di transizione, prevista prima che il fondo di risoluzione vada a regime, va accorciata, in modo da rendere pienamente credibile il meccanismo complessivo.

o o o

Per il ritorno a una crescita stabile e sostenuta non basta eliminare i fattori di rischio che ho richiamato: contrastare l'eccesso di disinflazione, assicurare la credibilità del consolidamento di bilancio, far ripartire il credito. L'Italia risponde ancora in misura insufficiente alla sfida dell'innovazione tecnologica e della globalizzazione dei mercati. Non è possibile individuare la soluzione nel mero sostegno finanziario ai settori in crisi. Il recupero di competitività potrà essere ottenuto solo con una strategia di riforma articolata e coerente, a cui contribuiscano il settore pubblico, le imprese, il sistema finanziario.

Va intensificato l'impegno per rendere il contesto istituzionale e normativo più favorevole all'attività di impresa, semplificando ulteriormente il quadro regolamentare, accrescendo la qualità dei servizi pubblici fondamentali, proseguendo nell'azione di contrasto dei comportamenti illeciti.

Soprattutto nelle circostanze attuali, segnate da profonde trasformazioni, la riduzione del carico fiscale sui fattori della produzione, accompagnata da tagli selettivi di spesa che riducano gli sprechi e da interventi volti a rendere più efficiente l'amministrazione pubblica, può essere determinante per la capacità del sistema di affrontare i cambiamenti necessari. Meccanismi di sostegno al reddito e di riqualificazione e ricollocamento dei lavoratori espulsi dai processi produttivi tradizionali dovranno tutelare le esigenze di chi si troverà in condizioni di svantaggio nel breve periodo.

Non mancano imprese in grado di raccogliere la sfida, raggiungere dimensioni coerenti con la necessità di competere sui mercati globali, accrescere

il contenuto tecnologico e innovativo della produzione. Un riequilibrio delle fonti di finanziamento, che ne riduca la dipendenza dal credito bancario e accresca il ruolo del capitale di rischio, contribuirebbe ad assicurare loro la disponibilità di un volume adeguato di risorse. Nuove forme di intermediazione possono agevolare il finanziamento delle imprese da parte di investitori istituzionali. La capacità delle banche di stimolare e sostenere – anche con l’offerta di servizi finanziari a elevato valore aggiunto – l’attività innovativa delle imprese è in altri paesi uno dei principali motori di crescita.

Il sistema finanziario deve riguadagnare, anche da noi, la fiducia del pubblico, erosa dagli eccessi che, generati soprattutto in altri paesi, hanno portato a una crisi globale dai costi enormi. Deve dimostrare di saper svolgere appieno la propria funzione. È importante che la percezione negativa dell’operato delle banche e della finanza non porti a reazioni sproporzionate; bisogna agire per rimuoverla, con decisi miglioramenti nella *governance*, con un’intermediazione sana e prudente e facendo sì che non manchi il finanziamento a chi lo merita e partecipa al rischio, che continui il sostegno all’economia reale. Siamo consapevoli delle difficoltà da affrontare, operiamo per aiutare a superarle, convinti che una buona finanza resti fondamentale per rimuovere i vincoli di liquidità che ostacolano lo svolgimento dell’attività economica e la messa a frutto delle idee, per promuovere lo sviluppo, favorendo l’innovazione.