

21° Congresso ASSIOM FOREX

Intervento del Governatore della Banca d'Italia  
Ignazio Visco

Milano, 7 febbraio 2015

Ai segnali favorevoli che stanno emergendo per l'economia globale si accompagna ancora una marcata incertezza. La crescita ha accelerato negli Stati Uniti, resta debole in Giappone e in rallentamento in Cina e in altre economie emergenti; è in brusca frenata in Russia. La flessione delle quotazioni del greggio può sostenere l'attività economica nei paesi avanzati, ma riflette anche la debolezza della domanda; va evitato che si radichi in aspettative deflattive. Le condizioni finanziarie sono favorevoli, ma la volatilità dei mercati è in aumento.

#### *La congiuntura nell'area dell'euro e in Italia*

Nell'area dell'euro l'attività produttiva ancora stenta a riprendere a ritmi soddisfacenti, la disoccupazione rimane molto elevata. A fronte di una moderata ripresa dei consumi, la domanda interna è stata frenata dagli investimenti, contrattisi nel secondo e nel terzo trimestre del 2014. Le difficoltà sono generalizzate: la crescita del PIL nella media dell'area non è superiore a quella, modesta, dell'insieme dei paesi direttamente interessati dalla crisi dei debiti sovrani.

Dopo una lunga serie di sorprese al ribasso dell'inflazione al consumo, in dicembre la variazione dei prezzi sui dodici mesi è stata negativa in undici paesi e, per la prima volta dall'ottobre del 2009, nell'area nel suo complesso. In nessun paese l'inflazione ha superato l'1 per cento. In gennaio, secondo le stime preliminari, la riduzione dei prezzi al consumo è stata pari allo 0,6 per cento, allo 0,4 in Italia. Il calo non riflette solo la flessione dei prezzi dell'energia; anche al netto di questa componente l'inflazione si colloca sui minimi storici, al di sotto dello 0,5 per cento nell'area. Ne risentono le aspettative di inflazione a medio e a lungo termine, la cui riduzione va

decisamente contrastata. Nella prima settimana di febbraio le attese implicite nei contratti swap a 5 anni si sono collocate ancora allo 0,7 per cento; quelle tra i 5 e i 10 anni all'1,6 per cento.

L'Italia è tra i paesi che più faticano ad avviarsi sul sentiero della ripresa. Il prodotto interno, in riduzione pressoché ininterrotta da oltre tre anni, non dovrebbe essere aumentato anche nel quarto trimestre del 2014, riflettendo soprattutto l'ulteriore flessione degli investimenti, ridottisi di oltre un quarto dal 2007.

Alcuni sviluppi incoraggianti, per l'area dell'euro e anche per l'Italia, emergono dalle informazioni più recenti. L'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che approssima le tendenze di fondo dell'economia dell'area, è aumentato in dicembre e in gennaio, dopo essere costantemente diminuito tra maggio e novembre del 2014. A dicembre il tasso di disoccupazione è lievemente diminuito nell'area (un decimo di punto percentuale, all'11,4 per cento) e in misura maggiore in Italia (0,4 punti, al 12,9), dove l'occupazione è cresciuta nel mese di oltre 90.000 unità. All'inizio di quest'anno è tornata a migliorare la fiducia di famiglie e imprese. Su questi sviluppi hanno verosimilmente influito il calo del prezzo del petrolio e le variazioni dei tassi di interesse e del cambio determinate dalle attese di misure espansive di politica monetaria.

Il consolidamento della crescita presuppone necessariamente il riavvio della spesa in beni capitali. In molti paesi, in particolare in Italia, l'incertezza sulle prospettive economiche ha spinto le imprese a un atteggiamento di attesa. Ancora nei sondaggi condotti in dicembre dalla Banca d'Italia, quasi la metà delle imprese prevedeva una spesa per investimenti pressoché invariata nel 2015. Indicazioni di una possibile ripresa dell'accumulazione emergevano solo in alcuni comparti del settore manifatturiero.

A una svolta negli investimenti e al rafforzamento dei consumi deve concorrere un'appropriata combinazione di politiche. Le nuove misure di politica monetaria mirano a dissipare i rischi di una spirale negativa di deflazione e stagnazione economica. Le politiche di bilancio dei paesi dell'area, a lungo restrittive, possono ora essere meglio calibrate sulle condizioni cicliche. Affinché l'impulso impresso alla domanda si traduca in una crescita durevole sono indispensabili riforme che incidano sulla capacità dell'economia di rispondere ai cambiamenti strutturali.

### *La politica monetaria*

Il 22 gennaio scorso il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato un programma di acquisto di titoli pubblici e di istituzioni dell'area dell'euro, che andrà ad aggiungersi ai programmi già avviati di acquisto di obbligazioni bancarie garantite e di titoli emessi a fronte di prestiti a imprese e famiglie. È una misura di grande portata, che si caratterizza per la sua ampiezza, superiore alle attese dei mercati, la rapidità con cui viene avviata, l'assenza di un limite temporale rigidamente predefinito.

L'Eurosistema acquisterà complessivamente titoli per 60 miliardi al mese, da marzo di quest'anno a settembre 2016, per un totale di 1.140 miliardi. Le operazioni proseguiranno, comunque, fino a quando non si vedrà un cambiamento duraturo, che riporti la traiettoria dell'inflazione verso l'obiettivo di un valore vicino al 2 per cento. Gli interventi delle banche centrali nazionali (BCN) saranno commisurati alle rispettive quote del capitale della BCE; gli acquisti di titoli di Stato italiani da parte della Banca d'Italia potrebbero essere dell'ordine di 130 miliardi.

Il Consiglio ha considerato il programma di acquisto di titoli un legittimo strumento di politica monetaria e a larga maggioranza ha deciso per la sua

immediata attuazione. Una piena condivisione dei rischi sarebbe stata più coerente con l'unicità della politica monetaria. La decisione di lasciare in capo ai bilanci delle singole BCN i rischi connessi con eventuali perdite sui titoli di Stato da esse acquistati tiene conto della preoccupazione, presente all'interno del Consiglio direttivo, che nell'attuale assetto istituzionale dell'area questa azione di politica monetaria possa determinare trasferimenti di risorse tra paesi non deliberati da organi a ciò legittimati. In ogni caso, quanto più la misura adottata avrà successo nel ridurre i rischi macroeconomici a cui sono soggetti i paesi dell'area, tanto più si ridurranno anche quelli a cui sono esposti i bilanci delle banche centrali.

Gli acquisti di titoli possono avere effetti sull'economia attraverso una molteplicità di canali. Esercitano una pressione al ribasso sui tassi di interesse a medio-lungo termine, direttamente per le attività interessate dal programma, indirettamente per le altre attraverso la ricomposizione dei portafogli finanziari. Favoriscono il credito bancario, accrescendone la convenienza relativa rispetto all'impiego in titoli pubblici e riducendo il costo della raccolta. Sostengono le aspettative di inflazione e la fiducia. Contribuiscono ad assicurare un'evoluzione del cambio coerente con la fase congiunturale: pur non essendo il cambio dell'euro un obiettivo della politica monetaria, le sue variazioni, connesse con le condizioni monetarie nelle diverse aree valutarie, sono una componente importante del meccanismo con cui essa si trasmette. Gli effetti sui prezzi delle attività finanziarie e, in prospettiva, di quelle reali possono, infine, stimolare i consumi.

Il rischio che l'intervento possa determinare aumenti eccessivi dei prezzi delle attività reali e finanziarie tali da minacciare la stabilità finanziaria è, nelle attuali condizioni, limitato. Non vi sono al momento indicazioni che nell'area dell'euro stiano maturando squilibri diffusi: il credito langue ancora, i prezzi delle attività non appaiono generalmente sopravvalutati, la propensione al

rischio è nel complesso ancora ridotta. Laddove dovessero manifestarsi tensioni su segmenti di mercato locali, andrebbero contrastate dalle autorità nazionali con misure mirate di carattere macro-prudenziale (quali quelle che già sono state introdotte in alcuni paesi), senza rinunciare all'orientamento espansivo della politica monetaria.

L'acquisto di titoli pubblici non rende meno necessarie, né meno probabili, le riforme volte ad aumentare il potenziale di crescita dei paesi dell'area. Le può anzi favorire, con il miglioramento e la minore incertezza delle prospettive macroeconomiche.

Gli effetti del programma sono stati già in parte osservati sui mercati finanziari e valutari. I tassi di interesse più bassi e il deprezzamento del cambio possono riportare l'inflazione nell'area su valori più coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi verso la fine del 2016. Agendo sulla domanda, contribuiranno anche a innalzare il prodotto. Per l'Italia valutiamo che l'effetto sul PIL possa superare, *coeteris paribus*, un punto percentuale nel biennio 2015-16. Circa la metà di questo effetto era già inclusa nelle previsioni pubblicate nel Bollettino economico del 16 gennaio scorso, che tenevano conto degli andamenti osservati dopo la comunicazione del Consiglio di novembre sull'avvio dei lavori tecnici preliminari al programma. Le ulteriori variazioni dei tassi e del cambio derivanti dalle nuove misure potranno portare a una più elevata crescita del prodotto, al momento valutabile al di sopra dello 0,5 per cento quest'anno e dell'1,5 il prossimo.

A questi effetti potrebbero aggiungersi quelli, di più difficile quantificazione ma anch'essi potenzialmente rilevanti, relativi agli altri canali di trasmissione. Le previsioni restano però soggette a un'elevata incertezza, connessa principalmente con l'evolversi delle condizioni geopolitiche e con il loro impatto sul commercio internazionale, sul prezzo del petrolio e sugli stessi tassi di cambio.

## *Le altre politiche*

Da soli gli stimoli di natura monetaria non bastano a consolidare e rafforzare i segnali di ripresa. In assenza di una parallela azione di bilancio gli effetti sulla domanda possono essere contenuti; sono destinati a esaurirsi nel medio termine se non si interviene strutturalmente sul potenziale di crescita dell'economia, con strumenti che siano in grado di far aumentare insieme produttività e occupazione, creando nuovo reddito e nuova domanda.

Le politiche di bilancio nell'insieme dei paesi dell'area erano ancora restrittive nel 2013, sono state sostanzialmente neutrali lo scorso anno e rimarrebbero tali nel 2015, nonostante le condizioni cicliche sfavorevoli. Nell'emergenza della crisi le correzioni di bilancio introdotte in alcuni paesi hanno sostenuto la fiducia tra gli stati membri e rassicurato i mercati. Anche grazie a quelle correzioni, nonché al rafforzamento della *governance* europea e all'avvio di riforme strutturali, oggi c'è spazio per un sostegno alla domanda. Tensioni politiche e finanziarie possono ancora incidere sulla stabilità dei mercati dell'area, ma i rischi di contagio sono minori rispetto al recente passato.

Il piano di investimenti annunciato dal presidente della Commissione europea alla fine dello scorso anno è il primo tentativo di organizzare una risposta coordinata a livello europeo. Il piano può essere attuato rapidamente, superando le difficoltà connesse con l'attivazione di nuove istituzioni e procedure, utilizzando tutte le fonti di finanziamento.

La recente comunicazione della Commissione sulla flessibilità nelle regole di bilancio è un altro segnale importante, soprattutto riguardo alla modulazione delle politiche in funzione del divario tra prodotto effettivo e potenziale e al trattamento dei contributi nazionali al fondo di investimenti europeo. La Commissione ha chiarito che questi non incideranno sulla

valutazione della posizione di bilancio strutturale dei paesi né, entro certi limiti, sulle decisioni relative alla procedura per i disavanzi eccessivi.

In Italia il Governo, nel confermare l'impegno a proseguire nell'azione di risanamento dei conti pubblici, ne ha adeguato il ritmo al quadro congiunturale. Il programma di riforme strutturali intrapreso negli ultimi anni deve procedere, soprattutto nell'attuazione di quanto già deciso.

Nell'insieme le misure sinora introdotte vanno nella giusta direzione. Da ultimo – nel solco della riforma del 2012 che mirava ad attenuare il dualismo nel nostro mercato del lavoro – i primi due decreti attuativi del cosiddetto *Jobs Act* hanno ampliato le tutele fornite dai sussidi di disoccupazione e ridotto i costi delle procedure di risoluzione dei rapporti di lavoro e l'incertezza sui loro esiti finali. La legge delega prevede di accompagnarli con un'adeguata revisione delle politiche attive del lavoro.

Il miglioramento dell'efficienza della pubblica amministrazione accrescerà la competitività del nostro sistema produttivo; è un prerequisito per l'efficacia di tutti gli altri interventi. Sono state da poco adottate misure per promuovere la mobilità dei dipendenti pubblici. Una riforma più ampia, centrata sull'aumento della trasparenza e sulla semplificazione, è oggetto di un disegno di legge in discussione in Parlamento. Il suo successo dipenderà da come i principi generali, condivisibili, troveranno concreta attuazione.

La dotazione di capitale umano in Italia è bassa nel confronto internazionale, insufficiente rispetto allo status di paese avanzato. Lo sviluppo di adeguate competenze e abilità, attraverso una migliore qualità dell'offerta formativa, può riportare il Paese su un più alto sentiero di sviluppo. L'intrusione della corruzione e della criminalità organizzata nel tessuto economico e sociale rimane su livelli intollerabili. Garantire la legalità, anche attraverso una maggiore efficacia dell'amministrazione della giustizia, consente il buon

funzionamento del sistema produttivo, incoraggia l'attività di impresa, attrae nel Paese risorse umane e finanziarie.

### *Il credito e le banche*

Progressi nelle condizioni del mercato creditizio, favoriti dalle misure di politica monetaria, devono accompagnare la ripresa degli investimenti. La dinamica dei prestiti alle imprese, seppure in miglioramento, resta ancora negativa, riflettendo soprattutto la debolezza della domanda, ma anche tensioni residue dal lato dell'offerta.

La prudenza delle banche nella concessione del credito risente principalmente dell'elevato rischio di insolvenza, a sua volta legato al protrarsi della sfavorevole fase ciclica. Nel corso del 2014 il flusso di nuove sofferenze ha continuato a ridursi rispetto ai picchi raggiunti intorno alla metà del 2013, ma resta ancora elevato, intorno al 2,5 per cento (in termini annualizzati) per gli impieghi complessivi e al 4 per quelli alle imprese secondo gli ultimi dati disponibili, riferiti al terzo trimestre. Le nuove misure di politica monetaria, riducendo il rischio macroeconomico, potranno avere effetti benefici anche sul rischio di credito.

Alla fine di settembre l'incidenza delle sofferenze sul complesso dei prestiti alla clientela aveva raggiunto il 10,6 per cento per i principali gruppi bancari; il 18,3 per cento per il totale delle partite deteriorate. Il peso ancora elevato di queste ultime è anche il riflesso della mancanza di un mercato secondario per tali attività, oltre che dei tempi lunghi delle procedure di recupero; transazioni sono state finora possibili in pochi casi e a prezzi molto bassi, che scontano non solo i normali costi di gestione e i rischi delle attività sottostanti, ma anche l'incertezza che ha caratterizzato le prospettive della nostra economia.

Lo smobilizzo dei crediti deteriorati è cruciale per consentire alle banche di reperire risorse da destinare al finanziamento dell'economia reale. Un intervento diretto dello Stato – nell'ambito di uno schema che, nel rispetto della disciplina europea sulla concorrenza, preveda il pieno coinvolgimento delle banche nei costi dell'operazione e un'adeguata remunerazione del sostegno pubblico – potrebbe avere luogo non per rimediare all'assunzione di rischi eccessivi da parte delle singole banche, ma per far fronte al deterioramento dei crediti indotto dalla gravità e dalla lunghezza della recessione, nonché all'esigenza di assicurare adeguati flussi di finanziamento all'economia. Opportune agevolazioni fiscali o la prestazione di garanzie pubbliche sulle attività derivanti dalla dismissione dei prestiti in sofferenza creerebbero condizioni più favorevoli allo sviluppo di un mercato privato delle partite deteriorate.

Con la conclusione dell'esercizio di valutazione approfondita dei bilanci delle maggiori banche dell'area dell'euro, si è avviata l'ordinaria attività di vigilanza del meccanismo unico di supervisione. A tutte le banche rilevanti vigilate direttamente dalla BCE con il contributo delle autorità nazionali sono stati comunicati obiettivi per i coefficienti di capitale, basati sull'analisi dei rispettivi profili di rischio. È una prassi – esplicitamente prevista dalle regole di Basilea sul cosiddetto “secondo pilastro” dell'accordo sul capitale – analoga a quella che la Banca d'Italia seguiva prima dell'avvio del meccanismo unico e che continua a utilizzare per gli intermediari su cui esercita la vigilanza diretta. Alle banche per le quali l'esercizio di valutazione ha rilevato esigenze di rafforzamento del capitale sono assegnati obiettivi sostanzialmente in linea con i piani presentati dopo l'esercizio.

Negli ultimi anni la necessità di adeguarsi a più stringenti requisiti patrimoniali ha influito sulla propensione delle banche a erogare credito in una fase congiunturale avversa. Per non ostacolare il consolidamento dei segnali di ripresa delle economie occorrerà calibrare con cautela le ulteriori richieste di

incremento delle dotazioni di capitale. Più in generale, nel nuovo contesto dell'Unione bancaria la chiarezza e la stabilità del processo prudenziale sui requisiti di capitale, nello spirito delle regole di Basilea, faciliterà la pianificazione a lungo termine delle banche, incrementerà la trasparenza sul mercato, limiterà potenziali effetti pro-ciclici.

Nei prossimi mesi la vigilanza unica sarà rivolta anche alla sostenibilità dei modelli operativi delle banche. Strutture di costo più snelle e modelli in grado di adeguarsi con prontezza allo sviluppo tecnologico consentono di affrontare meglio il cambiamento. Su questo fronte le banche italiane hanno compiuto progressi negli ultimi anni, ma ancora devono migliorare. La revisione dei processi produttivi e distributivi consentirà di conseguire guadagni di efficienza e risparmi di costo. All'innalzamento dei livelli di redditività contribuirà una maggiore diversificazione delle fonti di guadagno, anche attraverso l'offerta alle imprese di servizi per l'accesso diretto al mercato finanziario. Vi sono spazi per aggregazioni volte a razionalizzare le strutture organizzative e a innovare i processi produttivi e distributivi.

Assetti adeguati di governo societario, in grado di accrescere solidità patrimoniale e capacità competitiva, rimangono essenziali. Nei giorni scorsi è stata varata dal Governo una riforma delle banche popolari che risponde a esigenze da tempo segnalate – da noi, dal Fondo monetario internazionale e dalla Commissione europea – e rese ora più pressanti dal passaggio al sistema di vigilanza unica.

La riforma richiede alle popolari più grandi di deliberare la trasformazione in società per azioni, un assetto societario che accresce la capacità di ricorso al mercato dei capitali. La più ampia partecipazione dei soci in assemblea riduce il rischio di concentrazioni di potere in capo a gruppi organizzati di soci minoritari. Aumentano gli incentivi al controllo sull'operato degli amministratori. Resta la

disponibilità del modello di banca popolare per gli intermediari di dimensione media e piccola, salvaguardando quindi lo spirito cooperativo di quelle realtà locali dove esso trova coerente attuazione. Anche per questi intermediari la riforma interviene con modifiche volte a rafforzare alcuni profili di *governance* e ad accrescere gli incentivi a investire nel loro capitale.

Nelle banche di credito cooperativo le esigenze di rafforzamento patrimoniale possono trovare ostacolo nella loro speciale forma giuridica. Debolezze derivano dalla dimensione – in alcuni casi assai ridotta, con effetti sui costi e sulla capacità di innovazione – e dalla concentrazione, a volte eccessiva, dei rischi di credito. Un maggior grado di integrazione, che valorizzi l'appartenenza a gruppi, può facilitare l'aumento dell'efficienza operativa e il ricorso al mercato per adeguare la disponibilità di capitale ai rischi. Il conseguimento di questi obiettivi è compatibile con il mantenimento delle caratteristiche mutualistiche tipiche del modello cooperativo.

All'avvio del meccanismo unico di vigilanza si è accompagnato quello del meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie. La regolamentazione europea in materia è stata definita. L'Italia è in ritardo nel processo di recepimento della direttiva sul recupero e la risoluzione delle crisi bancarie (BRRD, *Bank Recovery and Resolution Directive*). Il termine per il recepimento è scaduto alla fine dello scorso anno, ma i lavori parlamentari per approvare la legge delega e procedere alla costituzione dell'autorità di risoluzione nazionale devono ancora essere avviati.

\* \* \*

Le misure di politica monetaria adottate durante la crisi, fino a quelle più recenti, i progressi realizzati nella *governance* economica europea, gli sforzi compiuti dai governi nazionali hanno ridotto l'incertezza che negli ultimi anni

aveva pesantemente rallentato l'attività produttiva nell'area dell'euro. Questi progressi non vanno messi a repentaglio; vanno anzi consolidati ponendo le basi istituzionali per mettere definitivamente al riparo da turbolenze di origine locale la stabilità dell'unione monetaria e garantire una prospettiva duratura di sviluppo.

Per rafforzare stabilmente l'unione monetaria saranno necessari passi ulteriori nella direzione di un'unione politica, ma il percorso non sarà breve, né privo di difficoltà. Nell'immediato, si possono individuare meccanismi atti a sopperire alle mancanze di un'unione europea incompiuta, perfezionando adeguatamente le riforme già avviate e sfruttando appieno gli strumenti disponibili.

L'Unione bancaria potrà essere, come nelle intenzioni, un importante fattore di stabilità per l'area se sapremo conseguire il giusto equilibrio fra l'esigenza di salvaguardare la stabilità degli intermediari e quella di consentire loro di sostenere l'economia. Il pieno utilizzo della flessibilità prevista dalle regole sui bilanci pubblici per il finanziamento delle riforme volte a correggere debolezze strutturali potrà favorire la prevenzione delle crisi anziché limitarsi al controllo e alla gestione delle loro conseguenze. In un orizzonte più ampio, possono anche essere individuate altre aree di azione comune, con una graduale, circoscritta, condivisione di risorse finanziarie.

Nel nostro paese va proseguita con tenacia l'opera tesa a rendere l'ambiente più favorevole all'attività d'impresa. Una ripresa non effimera degli investimenti richiede che il risparmio affluisca alle imprese non solo con il ritorno alla crescita del credito bancario ma anche con un maggiore accesso diretto al mercato dei capitali, non limitato alle imprese più grandi. Ne potranno beneficiare i settori più innovativi, maggiormente in grado di creare nuova occupazione.

