

ACRI
Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Giornata Mondiale del Risparmio del 2018

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Ignazio Visco

Roma, 31 ottobre 2018

La tutela del risparmio richiede in primo luogo politiche economiche volte ad assicurare il mantenimento di condizioni finanziarie equilibrate, a stabilizzare le fluttuazioni cicliche dell'economia, a migliorarne il potenziale di crescita. La vigilanza sugli intermediari finanziari vi contribuisce; opera per limitare gli episodi di crisi e le loro ripercussioni sull'economia, ma non può eliminarli.

In Italia a una lunga e durissima fase recessiva si sono aggiunti fenomeni di *mala gestio* nel sistema bancario che, sebbene contenuti nel numero, hanno prodotto gravi conseguenze a livello locale. Gli interventi pubblici di sostegno al settore finanziario sono stati di ammontare molto più basso che negli altri principali paesi europei. Secondo gli ultimi dati rilasciati da Eurostat, il loro impatto sul debito pubblico ha raggiunto un massimo dell'1,3 per cento del prodotto interno lordo alla fine del 2017; in Francia, Spagna, Germania e nei Paesi Bassi i picchi raggiunti negli anni di crisi sono stati di circa il 4, il 5, il 12 e il 13 per cento.

Il sistema bancario italiano è rimasto dapprima relativamente al riparo dalla crisi finanziaria globale grazie a un modello tradizionale di attività, incentrato sul credito all'economia, e a un'azione di vigilanza volta a ridurre l'esposizione ai rischi della finanza strutturata. Successivamente, quando la recessione si è ripresentata in connessione con la crisi dei debiti sovrani, lo stretto legame delle banche con le imprese e con le famiglie ne ha reso più forte l'impatto sulla qualità dei prestiti. Nonostante le condizioni economiche avverse, la Vigilanza ha ritenuto indispensabile richiedere alle banche un notevole rafforzamento patrimoniale, per irrobustirle e mantenere fiducia nella loro solidità: a giugno scorso il coefficiente relativo al capitale di migliore qualità era salito, in media, al 13,2 per cento, dal 7,0 della fine del 2008.

I costi economici e sociali delle crisi di banche anche piccole possono essere pesanti, dato il loro ruolo nel raccogliere il risparmio e nel finanziare gli investimenti e i consumi. L'introduzione delle nuove regole europee sulla gestione delle crisi, motivata anche dalla volontà di evitare nuovi interventi pubblici a sostegno delle banche, è avvenuta senza la necessaria gradualità e ha finito per rendere macchinosa la gestione dei casi di difficoltà. In Italia, in particolare, ha

reso arduo o impossibile il ricorso agli strumenti utilizzati in passato, talora anche per l'interpretazione delle nuove regole adottata dalle istituzioni europee.

Per attenuare le conseguenze di questa situazione il settore finanziario ha partecipato con contributi volontari alla soluzione dei casi più problematici. Sono state introdotte misure volte a favorire una gestione più attiva dei crediti deteriorati e ad accelerarne il processo di recupero; sono state varate riforme per rafforzare la governance e la capitalizzazione delle banche popolari e di quelle di credito cooperativo, con modalità diverse in ragione delle diverse dimensioni e della tipologia degli intermediari. Si è intervenuti con fondi pubblici, laddove necessario e possibile, anche per mantenere la continuità operativa nei casi di liquidazione.

Le condizioni finanziarie

Dalla metà di maggio i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono progressivamente aumentati; quelli sulle scadenze decennali hanno toccato il 3,7 per cento, il massimo dal 2014; il differenziale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi oscilla oggi attorno ai 300 punti base, contro una media di circa 130 registrata nei primi quattro mesi di quest'anno (fig. 1).

Da maggio ad agosto gli investitori esteri hanno effettuato vendite nette di titoli italiani per 82 miliardi, di cui 67 relativi a titoli pubblici. L'ammontare risulta elevato anche quando si tiene conto del fatto che le emissioni nette del Tesoro sono state negative in giugno e in agosto (complessivamente per 17 miliardi). Al deflusso di capitali hanno contribuito gli acquisti netti di titoli esteri da parte dei residenti (pari a 18 miliardi, in gran parte nel mese di agosto).

Questi andamenti non riflettono un peggioramento dei fondamentali della nostra economia, anche se è in atto un rallentamento congiunturale più marcato che nel resto dell'area. La disoccupazione è diminuita. È proseguito il rafforzamento delle condizioni patrimoniali e della redditività delle banche ed è migliorata la qualità del credito. L'avanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è rimasto elevato e ha determinato un'ulteriore riduzione della posizione debitoria netta sull'estero, ormai prossima al pareggio.

All'ampliamento del premio per il rischio sui titoli di Stato ha contribuito l'incertezza sull'orientamento delle politiche di bilancio e strutturali e

sull'evoluzione dei rapporti con le istituzioni europee. Sono riemersi i timori degli investitori nazionali ed esteri per la dinamica del debito pubblico e per il rischio di una sua ridenominazione.

L'andamento del differenziale di premio tra i contratti di assicurazione contro il rischio di inadempienza del debitore (*credit default swaps*) stipulati sui titoli pubblici italiani successivamente alla crisi dei debiti sovrani, che proteggono anche dal rischio di ridenominazione del debito, e quelli negoziati precedentemente, che non offrono tale protezione, indica che il rialzo dello *spread* ha riflesso in parti pressoché uguali l'aumento dei rischi di default e di ridenominazione (fig. 2), rischi che si alimentano a vicenda. Al contrario di quanto era accaduto all'apice della crisi, quando si erano diffusi timori di tenuta dell'euro, l'ampliamento del premio per il rischio ha riguardato quasi esclusivamente l'Italia (fig. 3); nel resto dell'area il rischio di ridenominazione è rimasto, nella percezione degli investitori, molto contenuto.

Le conseguenze di un prolungato, ampio rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato possono essere gravi. Il loro incremento deprime il valore dei risparmi accumulati dalle famiglie e può determinare un peggioramento delle prospettive di crescita economica. Premi elevati a copertura del rischio sovrano rendono più difficile il controllo della dinamica del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto. Questo rapporto tende a salire quando aumenta la differenza tra l'onere medio per interessi sul debito e il tasso di crescita nominale del prodotto; ne risulta compromessa la capacità della politica di bilancio di contribuire alla stabilizzazione dell'economia; diventano angusti gli spazi per gli investimenti pubblici. Il rialzo dei premi per il rischio sul debito pubblico produce perdite in conto capitale che peggiorano la situazione patrimoniale delle banche; incide sul costo e sulla disponibilità dei finanziamenti che gli intermediari raccolgono sul mercato e sulla loro capacità di fornire credito all'economia.

Direttamente o indirettamente il rischio sovrano ricade sulle famiglie italiane. Non solo esse detengono titoli pubblici per un valore nominale di quasi 100 miliardi, ma all'attivo degli intermediari a cui esse affidano i loro risparmi – nella forma di depositi bancari, di polizze assicurative, di quote di fondi pensione, di risparmio gestito – vi sono titoli pubblici per circa 850 miliardi.

Dalla metà di maggio il valore di mercato dei titoli di Stato si è ridotto: per quelli con durata superiore all'anno le perdite sono state, in media, dell'8 per cento.

Le tensioni si sono inevitabilmente estese all'intero mercato finanziario italiano, con un forte deprezzamento degli indici relativi alle obbligazioni private e alle azioni; per il complesso delle società quotate il valore di borsa è calato di circa il 20 per cento.

Il rialzo dei tassi di interesse sui titoli di Stato si riflette negativamente anche sul bilancio pubblico. Qualora non venisse riassorbito, l'incremento fin qui registrato provocherebbe, già dal prossimo anno, maggiori spese per interessi per circa 0,3 punti percentuali del prodotto (oltre 5 miliardi). L'aggravio salirebbe a mezzo punto nel 2020 e a 0,7 punti nel 2021. Ciò accrescerebbe l'avanzo primario necessario anche solo a stabilizzare il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo.

Dalla fine di maggio il costo che le banche sopportano per raccogliere fondi sotto forma di obbligazioni – approssimato con i rendimenti dei titoli sul mercato secondario – è più che raddoppiato; entro il 2020 giungeranno a scadenza obbligazioni bancarie per 110 miliardi, circa il 40 per cento di quello attualmente in circolazione. L'aumento del rischio sovrano si è riflesso anche sulle quotazioni azionarie delle banche che, dopo essere cresciute del 13 per cento tra l'inizio dell'anno e la metà di maggio, si sono successivamente ridotte del 35 per cento.

Questi andamenti finiscono per incidere negativamente sul costo e sulla disponibilità di credito per le famiglie e le imprese. Ad attenuare finora la trasmissione delle tensioni ai prestiti bancari hanno contribuito la più elevata capitalizzazione degli intermediari e la loro più stabile struttura di finanziamento.

Una valutazione dell'impatto complessivo sull'economia dell'aumento del rischio sovrano è un esercizio soggetto ad ampi margini d'errore. Tuttavia è difficile immaginare che una riduzione della ricchezza delle famiglie, maggiori difficoltà per le imprese di accedere al credito e di investire, una minore capacità di intervento del settore pubblico non abbiano conseguenze di rilievo per l'attività economica.

Il debito pubblico dell'Italia è sostenibile, ma deve essere chiara la determinazione a mantenerlo tale, ponendo il rapporto tra debito e prodotto su un sentiero credibile di riduzione duratura. Vanno dissipate le incertezze sulla partecipazione convinta dell'Italia all'Unione europea e alla moneta unica,

incertezze che alimentano la volatilità sui mercati finanziari. Da queste condizioni dipendono la difesa del risparmio delle famiglie e la capacità di sostenere la crescita della nostra economia.

La congiuntura

Le prospettive dell'economia mondiale sono divenute negli ultimi mesi meno favorevoli. Rispetto ad aprile il Fondo monetario internazionale ha ridotto di 0,2 punti percentuali le previsioni sull'espansione dell'economia globale sia per il 2018 sia per il 2019. Il peggioramento delle previsioni sul commercio internazionale è più forte, di quasi un punto percentuale per quest'anno e di due terzi di punto per il 2019. Il deterioramento del quadro macroeconomico riflette le tensioni commerciali nonché quelle esplose in paesi emergenti quali l'Argentina, il Brasile e la Turchia.

I rischi sono aumentati, soprattutto quelli che possono discendere da nuove misure protezionistiche da parte degli Stati Uniti. Quelle attuate sinora hanno riguardato una quota limitata dei beni scambiati a livello globale, ma le reazioni dei mercati finanziari sono state rilevanti; le ripercussioni sull'attività economica mondiale potrebbero essere amplificate da una revisione dei piani di spesa delle imprese.

In Italia, in base alle più recenti informazioni, la crescita del prodotto dovrebbe essere dell'ordine dell'1 per cento quest'anno, per poi ridursi nel 2019, al netto degli effetti della manovra di bilancio di cui non sono ancora noti i dettagli. I sondaggi presso le imprese restano nel complesso favorevoli, ma vi sono segnali che le tensioni commerciali potrebbero portare a una revisione dei piani di investimento. Anche per questo va evitato che si deteriorino, a causa di più alti tassi di interesse sul debito pubblico, le condizioni di finanziamento dell'economia. In un paese come il nostro dove il ritmo di crescita è già basso, da molti anni inferiore a quello del resto dell'area dell'euro, un ulteriore rallentamento dell'attività economica sarebbe più sentito che altrove.

La politica di bilancio ha margini limitati per compensare un'eventuale flessione della domanda privata. In questo contesto vanno privilegiati interventi che incentivino gli investimenti in infrastrutture, materiali e immateriali, e la partecipazione al lavoro. Le risorse vanno concentrate su misure chiaramente orientate a sostenere efficacemente l'attività economica.

La politica monetaria comune risponde alla situazione dell'area nel suo complesso. La scorsa settimana il Consiglio direttivo della Banca centrale europea, in considerazione del proseguimento della crescita dell'economia e del graduale incremento delle pressioni inflazionistiche, ha ribadito l'intenzione di terminare gli acquisti netti di titoli alla fine di quest'anno. Tuttavia, tenuto conto delle incertezze che circondano le prospettive dell'economia globale e quelle dei mercati finanziari nonché della necessità di sostenere la dinamica dei prezzi nel medio periodo, il Consiglio ha confermato che intende continuare a fornire un forte stimolo monetario. Anche dopo il termine degli acquisti netti, tale sostegno deriverà dal mantenimento delle ampie consistenze di titoli in portafoglio, dal reinvestimento del capitale quando questi verranno a scadenza, dall'indicazione che i tassi di interesse ufficiali resteranno sugli attuali livelli fino a quando necessario.

La normalizzazione della politica monetaria è un processo molto delicato, come mostra l'esperienza di altri paesi. Come ho osservato in passato, l'economia italiana può comunque fronteggiare un'uscita dal regime di bassi tassi di interesse senza rischi per l'attività produttiva o per le finanze pubbliche, a condizione che la politica di bilancio rimanga ancorata alla stabilità e che prosegua il processo di riforma volto al rafforzamento dell'economia.

Il potenziale di crescita

Il divario di crescita tra l'Italia e il resto dell'area dell'euro è un problema strutturale che non può essere risolto con politiche di stabilizzazione monetaria e un'espansione del bilancio pubblico. La sua causa principale è la bassa produttività delle imprese, che hanno risposto con ritardo al drastico cambiamento tecnologico avviatosi un quarto di secolo fa: in questo periodo le imprese italiane hanno innovato in misura generalmente insufficiente e sono cresciute poco. Inoltre, l'Italia ha una popolazione più anziana di quella degli altri paesi e un tasso di partecipazione al lavoro più basso; le conoscenze e le competenze di giovani e adulti sono inferiori a quelle degli altri cittadini europei. La pubblica amministrazione è poco efficiente e le condizioni per fare impresa sono meno favorevoli che nel resto d'Europa. Sono minori gli investimenti, pubblici e privati.

Questi ritardi sono più gravi nelle regioni meridionali, dove le imprese sono in media meno produttive e più piccole, dove negli ultimi dieci anni la popolazione in età da lavoro è calata, a fronte di un aumento nel Centro Nord, e dove il tasso di

partecipazione al lavoro è di oltre 15 punti percentuali più basso. È assolutamente necessario migliorare la qualità delle istituzioni a livello locale, favorire lo sviluppo dell'attività di impresa, rafforzare l'istruzione e la formazione: circa un terzo dei giovani tra i 15 e i 29 anni non studia né lavora, contro poco più di un sesto al Centro Nord.

I provvedimenti adottati negli ultimi anni a sostegno dell'innovazione e degli investimenti hanno accompagnato il processo di ristrutturazione del sistema produttivo avviato dopo la crisi finanziaria e quella, gravissima per la nostra economia, dei debiti sovrani nell'area dell'euro. Il riequilibrio del sistema pensionistico ha contribuito in misura importante all'aumento della partecipazione al lavoro della popolazione tra i 55 e i 64 anni. Sono state introdotte norme volte a semplificare gli adempimenti burocratici per la creazione di nuove imprese e a migliorare i rapporti tra la pubblica amministrazione e il settore produttivo. C'è stata un'evidente deflazione del contenzioso giudiziario in sede civile. Sono stati ridotti i tempi delle fasi di prevendita nelle procedure esecutive immobiliari. Le liberalizzazioni effettuate nel comparto dei servizi professionali hanno favorito una più efficiente allocazione delle risorse tra le diverse occupazioni.

Percorrere la strada delle riforme strutturali è impegnativo; i risultati maturano lentamente. Ma è indispensabile. Modifiche degli interventi già attuati vanno valutate approfonditamente, tenendo anche presente la necessità di dare stabilità al contesto istituzionale e normativo. Le riforme passate vanno integrate da ulteriori misure volte a favorire l'innovazione, innalzare la qualità del capitale umano, accrescere l'occupazione (in particolare quella dei giovani e delle donne), aumentare il grado di concorrenza nei servizi, migliorare le infrastrutture materiali e immateriali, rendere più efficace l'azione della pubblica amministrazione. L'analisi dei problemi è condivisa a livello nazionale e internazionale.

* * *

In un quadro regolamentare divenuto via via più stringente, le banche italiane sono da tempo impegnate in un processo di rafforzamento patrimoniale volto a renderle più stabili e ad ampliare la loro capacità di fornire credito alle famiglie e alle imprese. Il costo che devono sostenere per reperire risorse sui mercati è però elevato.

Il ruolo delle banche e degli altri intermediari finanziari è quello di sostenere e incoraggiare il cambiamento e la crescita dell'economia. Per svolgerlo appieno devono rispondere efficacemente alle sfide poste dallo sviluppo della tecnologia innovando prodotti e processi produttivi, contenendo i costi e innalzando l'efficienza, investendo in conoscenza e nella formazione del personale. Devono continuare ad alimentare la fiducia dei loro clienti con comportamenti trasparenti e virtuosi, dimostrando nei fatti che banche e finanza non sono “nemiche” del risparmio e dei risparmiatori, ma sostengono entrambi, a beneficio dell'economia.

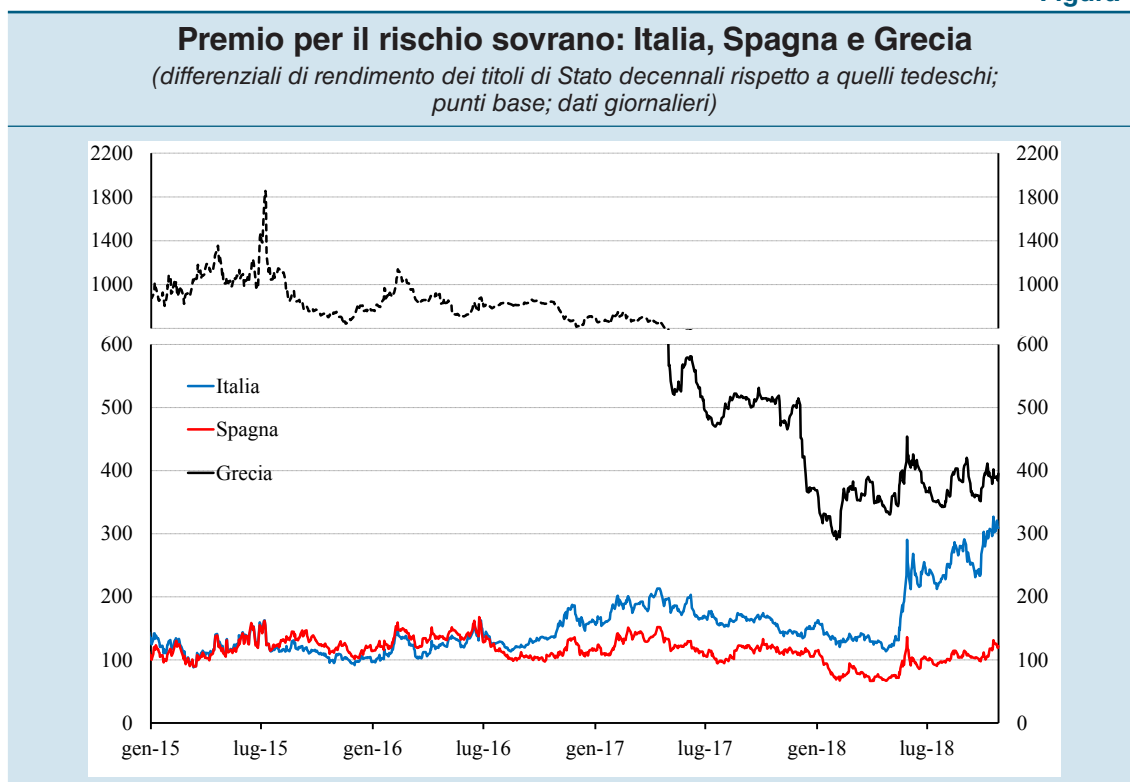
Allo stesso tempo gli intermediari non devono essere svantaggiati nella competizione internazionale. Tensioni finanziarie sul debito pubblico finirebbero per danneggiare la solidità patrimoniale delle banche e comprometterne l'accesso al mercato dei capitali, con gravi conseguenze per l'economia, il risparmio e il benessere degli italiani.

La difesa del risparmio, come la lotta alla povertà, richiede il ritorno dell'economia su un sentiero di crescita duratura. Le riforme e i cambiamenti necessari possono avere nel breve periodo costi sociali che devono essere attenuati, anche con l'intervento pubblico. Se ne può discutere in sede europea: quando ne ricorrono le condizioni si possono utilizzare tutti i margini consentiti dalle regole e dalle procedure attuali. Le differenze di opinioni non devono però tradursi in un conflitto istituzionale. Le conseguenze finanziarie di un temporaneo aumento del disavanzo pubblico possono essere attutite se la definizione e la gestione del necessario percorso di rientro si svolge in un clima di confronto aperto e costruttivo, nell'ambito delle procedure previste. Nel 2019 dovranno essere collocati sul mercato titoli pubblici per quasi 400 miliardi per rifinanziare quelli in scadenza e per coprire il disavanzo dell'anno.

Un clima di fiducia reciproca è indispensabile affinché possa riprendere ed essere condotto a termine il processo di riforma della governance economica europea. In questo terzo millennio i problemi e le sfide hanno assunto dimensioni globali; è illusorio pensare di poterli affrontare negli stretti confini degli stati nazionali. Per questo il futuro dell'Italia non può prescindere da quello dell'Europa tutta.

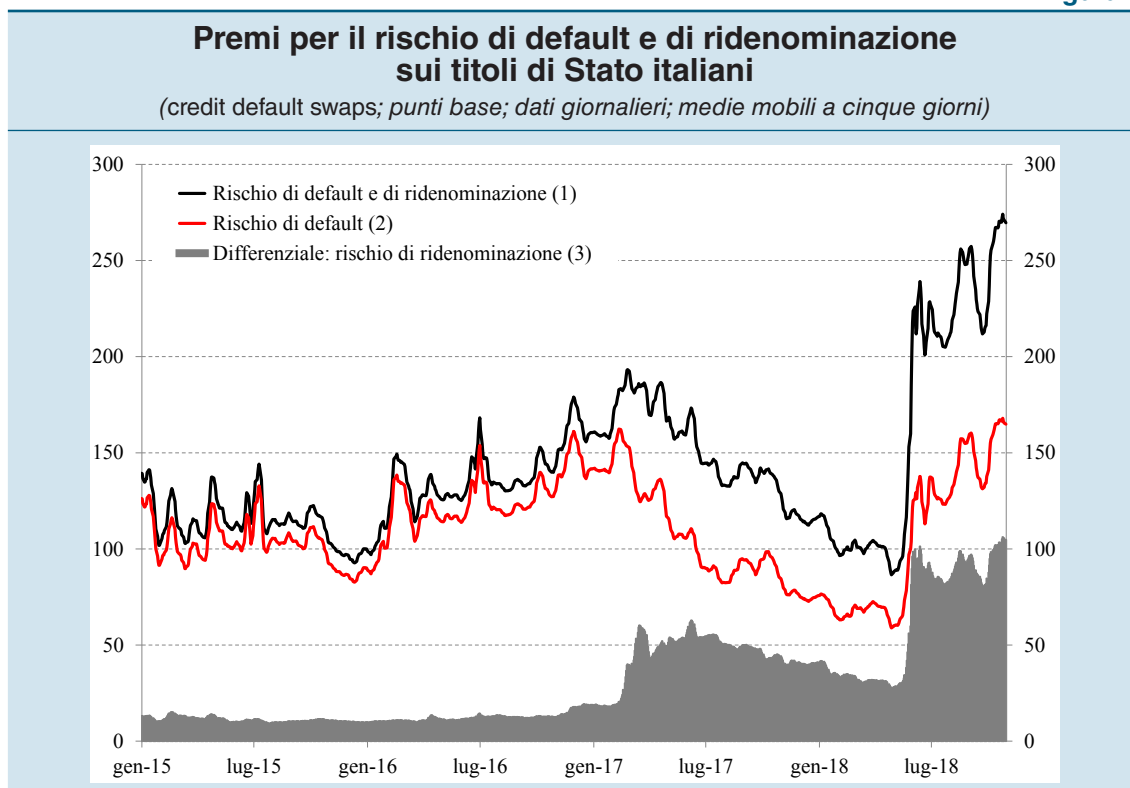
FIGURE

Figura 1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

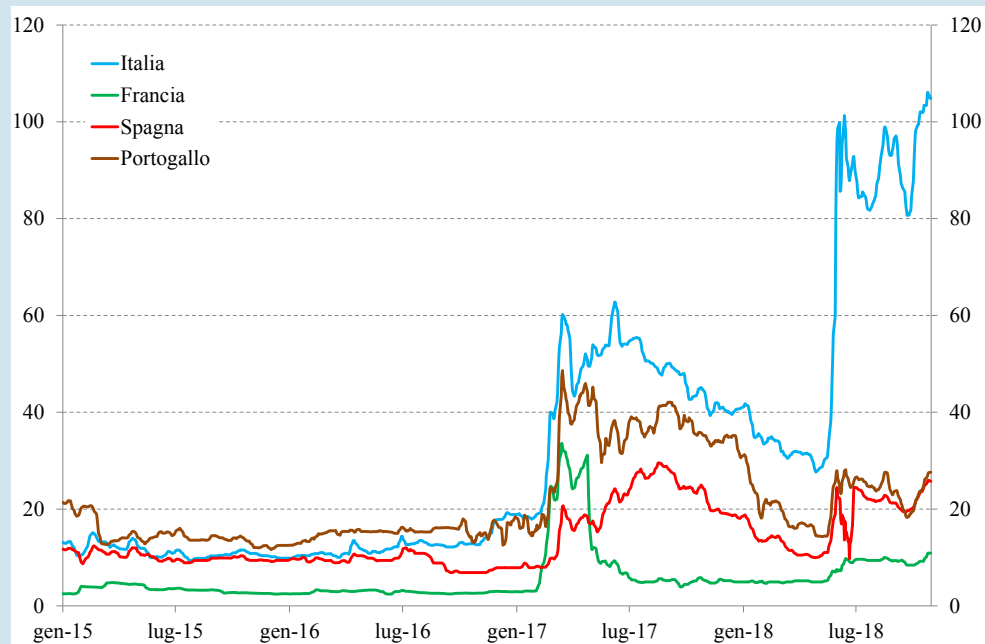
Figura 2



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

(1) Premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano. – (2) Premio sul contratto CDS ISDA 2003 a 5 anni sul debito sovrano italiano. – (3) Differenziale tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza.

**Premio per il rischio di ridenominazione
sui titoli di Stato di alcuni paesi dell'area dell'euro (1)**
(credit default swaps; punti base; dati giornalieri; medie mobili a cinque giorni)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

(1) Differenziale tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza.

