



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Considerazioni finali

Assemblea Ordinaria dei Partecipanti  
Roma, 31 maggio 2007

CENTOTREDICESIMO ESERCIZIO

anno 2006

esercizio

CXIII



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Considerazioni finali

---

Assemblea Ordinaria dei Partecipanti  
anno 2006 - centotredicesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2007

*Signori Partecipanti, Autorità, Signore, Signori,*

ai membri del Direttorio che nel 2006 hanno lasciato la Banca dopo decenni di lavoro svolto con impegno, rigore ed equilibrio rivolgo un saluto grato e affettuoso. Hanno accompagnato i miei primi passi in questa istituzione con il conforto della loro lealtà ed esperienza.

Vincenzo Desario, Direttore generale dal 1994, ha servito l'Istituto nell'esercizio di delicatissime funzioni, segnatamente nell'area della Vigilanza creditizia. Dopo le dimissioni del dottor Antonio Fazio ha retto *ad interim* l'Istituto. Di lui resta un'impronta indelebile nell'impostazione della supervisione prudenziale, nei principi dell'organizzazione interna, nella prassi quotidiana dell'amministrazione. Il Consiglio superiore lo ha nominato Direttore generale onorario.

Pierluigi Ciocca, Vice direttore generale dal 1995, ha dato alla Banca l'originalità e la profondità del suo pensiero, della sua cultura economica e giuridica. Ha promosso lo studio del diritto dell'economia. Ha ispirato la ricerca per molti anni. Ha contribuito all'affinamento dell'analisi delle funzioni della banca centrale.

Nel 2006 il Direttorio accoglie nuove professionalità, esperienze maturate anche all'estero. Fabrizio Saccomanni, che ha diretto per tre anni, come Vice presidente, la gestione dei rischi della Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, dall'ottobre è Direttore generale. Da dicembre si affiancano ad Antonio Finocchiaro, come Vice direttori generali, Ignazio Visco, Direttore centrale per la Ricerca economica e già per cinque anni *Chief Economist* dell'OCSE, e Giovanni Carosio, in precedenza Direttore centrale per la Vigilanza creditizia e finanziaria. Il Direttorio si ricompone congiungendo prestigiose esperienze internazionali con profonda conoscenza dell'Istituzione, competenze di analisi e ricerca con specializzazione nell'area regolamentare e della banca centrale.

Nell'anno appena trascorso è stato approvato il nuovo Statuto della Banca. Esso introduce modifiche nell'operatività degli organi dell'Istituto: Consiglio superiore, Collegio sindacale, Direttorio. Stabilisce il principio della collegialità per i provvedimenti che hanno rilevanza esterna.

La Banca intende rinnovarsi. Ha già iniziato a farlo. Il processo di ristrutturazione organizzativa interessa le funzioni dell'Amministrazione centrale, la rete territoriale e le rappresentanze all'estero; prevede la piena integrazione dell'Ufficio italiano dei cambi. L'impegno è ridurre le procedure burocratiche; semplificare, razionalizzare i processi di lavoro, promuovendo l'autonoma responsabilità dei singoli; riallocare risorse dalle funzioni di amministrazione interna a quelle istituzionali; arricchire i canali di reclutamento, come avverrà con l'imminente concorso per economisti, rivolto al mercato internazionale.

Nei prossimi giorni attueremo la ristrutturazione delle attività di ricerca economica e relazioni internazionali. L'obiettivo è articolare meglio i compiti secondo le diverse esigenze: contribuire alla definizione della politica monetaria comune con previsioni e studi della congiuntura, con analisi della strategia monetaria e dei meccanismi di trasmissione; studiare i problemi di fondo dello sviluppo economico del Paese; compiere ricerche sull'economia mondiale e cooperare con le istituzioni internazionali; affinare la metodologia statistico-economica e diffondere statistiche economiche e finanziarie. È in corso di definizione l'intervento organizzativo sulla struttura della Vigilanza, volto a dare maggiore importanza all'analisi macroeconomica dei rischi, alla qualità della regolamentazione, alla tutela del consumatore; si accrescerà l'interazione fra ricerca e vigilanza; saranno accentuate l'integrazione e la comunanza di metodi fra i controlli a distanza e quelli ispettivi. Seguiranno via via le altre funzioni.

La Banca d'Italia sta anche rivedendo i principi e le modalità di gestione del proprio portafoglio di attività finanziarie. L'azione intrapresa mira a rafforzare la trasparenza e la separazione tra le attività di investimento e le altre attività istituzionali.

Nel periodo più recente la Banca ha introdotto numerose innovazioni nelle procedure operative. Dall'inizio del 2007 le banche possono includere i prestiti bancari tra gli strumenti a garanzia delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema. Dalla metà di aprile l'Istituto effettua, per conto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, nuove operazioni di raccolta a brevissimo termine; risultano più agevoli la gestione della liquidità di Tesoreria e la sua prevedibilità. Sempre per conto del Ministero dell'Economia, è stato avviato il Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici, che permetterà alle amministrazioni di valutare in tempo reale i propri flussi di cassa e faciliterà l'adozione di procedure telematiche di pagamento. È in corso di avanzata realizzazione, insieme con la Banque de France e con la Bundesbank, la nuova piattaforma europea TARGET2 per il regolamento dei pagamenti di importo rilevante, che inizierà a operare a novembre. TARGET2 centralizza l'infrastruttura tecnica del sistema dei pagamenti europeo, riducendo i costi delle transazioni interbancarie tra paesi; consentirà al numero sempre crescente delle

banche presenti in più paesi europei di operare con un solo conto in moneta della banca centrale, di comprimere i costi di gestione della tesoreria.

L'articolazione delle Filiali sarà riorganizzata su base regionale, nelle forme oggi più efficaci, e senza abbandonare il presidio del territorio. La compressione dei compiti di autoamministrazione e l'incremento di quelli di più alto contenuto tecnico offriranno al personale delle Filiali nuove opportunità di accrescimento culturale e professionale.

Sull'evoluzione organizzativa è in corso da mesi un ampio confronto con le Organizzazioni sindacali. Auspico una sostanziale convergenza, in tempi non lunghi, su interventi che mirano a consolidare il ruolo, il prestigio dell'Istituzione, e un'intesa sulle misure di sostegno per i lavoratori coinvolti.

La crescita dell'impegno internazionale, la riforma della *governance* dell'Istituto, le nuove iniziative operative hanno posto sfide impegnative. Il personale della Banca le ha affrontate con la professionalità e la dedizione di sempre, frutto di una tradizione in cui si sono coltivati spirito del servizio pubblico, senso di appartenenza all'Istituzione, selezione meritocratica all'ingresso e negli avanzamenti. A tutti i dipendenti desidero esprimere la mia gratitudine.

I principi comunitari, la legislazione primaria, le regole statutarie preservano l'assoluta autonomia della Banca nello svolgimento delle funzioni istituzionali da possibili influenze dei proprietari delle quote. La disciplina dei criteri di partecipazione al capitale appare però obsoleta e non garantisce una distribuzione di quote sufficientemente ampia. La previsione del recente disegno di legge sulla riforma delle Autorità muove nella giusta direzione, basandosi sui principi dell'indipendenza dell'Istituto e dell'equilibrata distribuzione del suo capitale.

Credibilità, indipendenza sono essenziali per adempiere ai nostri compiti. L'autonomia della banca centrale, pur protetta dall'ordinamento, può essere fragile se non è sorretta dall'autorevolezza dell'analisi, ma anche dall'azione conseguente.

## *L'economia mondiale, la finanza e la politica monetaria*

L'economia mondiale è cresciuta nel 2006 del 5,4 per cento, il ritmo più alto da oltre trent'anni. Al rallentamento dell'economia statunitense fanno da contrappeso la prosecuzione del forte sviluppo della Cina e degli altri paesi emergenti, la ripresa in atto nell'area dell'euro e in Giappone.

Il commercio internazionale continua a espandersi a ritmi superiori al 7 per cento. L'integrazione economica è stata un motore importante della crescita ininterrotta di questi anni; è minacciata dal risorgere di tendenze protezionistiche. Non ne mancano i segni, primo fra tutti lo stallo del negoziato sulle misure di liberalizzazione del Doha Round.

Fattore di rischio resta il persistente aumento degli squilibri nei pagamenti correnti. Negli Stati Uniti il disavanzo con l'estero ha raggiunto nel 2006 il 6,5 per cento del prodotto interno lordo, il valore più alto mai registrato; contropartita di crescenti avanzi della Cina e di altri paesi asiatici e produttori di petrolio, sino ad oggi è stato finanziato agevolmente; ma sale la quota degli investitori pubblici.

La finanza ha dato un contributo fondamentale alla crescita economica degli ultimi anni: consentendo una mobilità dei capitali senza precedenti e favorendone l'efficiente allocazione; finanziando in modo ordinato squilibri che in altre epoche sarebbero stati dirompenti. L'innovazione finanziaria ha conferito liquidità ai mercati, ne ha ridotto la volatilità.

L'espansione dei mercati e il continuo processo di innovazione finanziaria mutano anche la struttura dei rischi.

È ancora aumentato il ricorso agli strumenti derivati, il cui valore nominale è oggi dieci volte il prodotto mondiale. Accanto agli strumenti che offrono copertura dai rischi di mercato, si sono diffusi rapidamente quelli che consentono di trasferire il rischio di credito; il valore nominale dei *credit default swaps*, dopo essere più che raddoppiato nel 2005, è ancora raddoppiato nel 2006. Consentendo di scomporre e valutare con precisione il rischio di credito, allocandolo e disperdendolo tra una moltitudine di operatori, i derivati di credito contribuiscono a innalzare la produttività del sistema finanziario, proprio come nuove tecnologie produttive accrescono quella dell'economia reale. Essi possono tuttavia divenire fonte di instabilità se utilizzati dagli intermediari non per coprire il rischio esistente, bensì per accrescere la quantità dei rischi da assumere. I derivati di credito possono modificare inoltre il *modus operandi* delle banche che se ne servono: se chi eroga il prestito ne cede in parte il rischio ad altri, l'incentivo a vagliare la qualità dei debitori può ridursi; ne è un segnale l'aumento delle insolvenze nel mercato dei mutui ipotecari negli Stati Uniti, dove il trasferimento del rischio è diffuso.

Liquidità abbondante e bassi tassi di interesse hanno contribuito allo sviluppo tumultuoso di *hedge funds* e fondi di *private equity*. Il loro ruolo nel funzionamento dei mercati è stato positivo. Ma la dimensione del fenomeno, l'alta leva finanziaria che caratterizza gli *hedge funds*, la richiesta di

maggior trasparenza da parte di investitori e controparti, i potenziali rischi di instabilità richiedono l'attenzione del mercato e dei regolatori. Le autorità mirano a contenere il rischio sistemico facendo leva sulla disciplina di mercato, stimolando i soggetti da esse direttamente vigilati affinché ottengano dagli *hedge funds* le informazioni necessarie e si assicurino dell'esistenza di procedure per la migliore gestione dei rischi.

I premi per il rischio sono oggi ridotti su un ampio spettro di strumenti e di mercati. La percezione del rischio da parte degli investitori potrebbe repentinamente cambiare; una brusca ricomposizione dei portafogli, qualunque ne fosse l'origine, avrebbe effetti destabilizzanti sui tassi di cambio, sui mercati finanziari. Benché in grado di assorbire meglio che in passato shock di piccole e medie dimensioni, il sistema finanziario potrebbe essere divenuto più vulnerabile rispetto a eventi "estremi", con bassa probabilità di realizzarsi ma con effetti potenzialmente dirompenti, anche in ragione della crescente complessità del sistema stesso, della più stretta interdipendenza tra i mercati.

Lo sviluppo di nuovi strumenti e la nascita di nuovi intermediari pone sfide inedite anche alla politica monetaria. I mercati finanziari sono, come mai prima d'ora, fonte di informazione sull'andamento delle economie e sulle aspettative degli operatori; le azioni delle banche centrali si riflettono più rapidamente sui prezzi delle attività finanziarie. Allo stesso tempo, la dinamica degli aggregati monetari e creditizi è sempre più influenzata dal comportamento degli intermediari non bancari: l'innovazione finanziaria rende più complessa l'interpretazione dell'andamento della moneta.

Dal dicembre del 2005 il Consiglio direttivo della BCE ha gradualmente attenuato la precedente espansione monetaria; da allora, ha innalzato i tassi ufficiali di 1,75 punti. In un periodo di ripresa dell'attività economica, di crescita dell'occupazione, di forti rincari dell'energia e delle materie prime, le nostre decisioni hanno mantenuto le aspettative di inflazione saldamente ancorate all'obiettivo della stabilità dei prezzi. Per la prima volta un forte shock petrolifero non si è riflesso sull'inflazione.

La moneta e il credito continuano a crescere a ritmi sostenuti. Nonostante gli effetti dell'innovazione finanziaria sulla velocità di circolazione, la moneta resta un elemento fondamentale della strategia dell'Eurosistema.

Il cambio effettivo nominale dell'euro si è apprezzato di quasi il 5 per cento nel corso del 2006. Al vigore della moneta unica europea hanno contribuito le migliori prospettive economiche dell'area, a fronte dei timori di un rallentamento negli Stati Uniti.

La politica monetaria è rimasta favorevole alla crescita. I tassi d'interesse reali a breve termine sono ancora al di sotto del livello medio osservato nell'area negli ultimi vent'anni. I rendimenti a lungo termine sono aumentati, ma meno che in analoghe fasi cicliche. La gradualità e l'attenta comunicazione delle decisioni di politica monetaria hanno favorito il mantenimento di condizioni stabili sui mercati monetari e finanziari.

Nell'area dell'euro l'inflazione al consumo è stata nel 2006 del 2,2 per cento, quasi dimezzata dai primi anni novanta. Una diminuzione analoga è avvenuta nell'insieme dei paesi industriali; nei paesi emergenti l'inflazione è scesa dal 60 al 5 per cento. L'indipendenza delle banche centrali, la chiarezza dei loro obiettivi istituzionali, ma anche l'aumento della concorrenza scaturito dall'apertura dei mercati, hanno prodotto questo straordinario risultato.

### *Rafforzare la crescita in Italia*

Dalla metà del 2005 l'economia italiana è in ripresa. La crescita si è consolidata nel corso del 2006, sfiorando in media il 2 per cento, un risultato che non si aveva da cinque anni. Per il 2007 ci si attende un tasso di sviluppo simile, nonostante il rallentamento del primo trimestre. La ripresa è alimentata dagli investimenti e dall'espansione della domanda estera, in primo luogo in Germania. L'occupazione è notevolmente cresciuta, ancora in larga misura nelle posizioni dipendenti temporanee.

Uscita dal ristagno, l'economia italiana si espande a un ritmo che resta fra i più bassi dell'area dell'euro. Nella prima metà di questo decennio la produttività del lavoro è diminuita in tutti i settori, segnatamente nell'industria. I divari indicano un ritardo nell'adeguamento del sistema produttivo italiano ai mutamenti del contesto tecnologico e competitivo.

I recenti progressi nella produttività e nelle esportazioni, pur ancora modesti e largamente di natura ciclica, possono però suggerire che un processo di ristrutturazione si sia avviato.

### *La ristrutturazione del sistema produttivo*

Un'indagine condotta nei mesi scorsi da ricercatori della Banca su un campione di oltre 4.000 imprese fornisce alcuni primi segnali in questa direzione. Oltre la metà delle imprese industriali del campione ha cambiato la propria strategia nell'ultimo quinquennio. Il 12 per cento che ha spostato la gamma dei prodotti verso nuovi settori ha conseguito nel 2006 profitti



più alti della media. Un'impresa su cinque, una quota quasi doppia rispetto all'inizio del decennio, adotta forme di internazionalizzazione: dalla collaborazione con partner esteri, preferita dalle più piccole, alla delocalizzazione di attività di produzione o di commercializzazione. In tutte le imprese si è accresciuta l'importanza degli investimenti in progettazione, design, marchi, reti distributive e di assistenza. Fra le medio-grandi si diffondono nuove tecnologie di gestione aziendale integrata; cresce il ricorso a personale con livelli di istruzione più elevati; ne beneficiano i risultati aziendali. Questi ultimi – fatto di grande rilevanza nel paese del capitalismo familiare – sono anche correlati inversamente con l'età dei capi d'azienda: le imprese che hanno affrontato il problema del ricambio generazionale hanno in media risultati migliori.

Emerge dalla nostra indagine, dai numerosi studi di casi che l'hanno corredata, dalle evidenze raccolte da altri centri di ricerca, un quadro in trasformazione, anche per gli effetti della più aspra selezione delle imprese. Negli ultimi cinque anni, secondo i registri delle Camere di commercio, il saldo netto fra iscrizioni e cancellazioni nel settore manifatturiero è stato negativo per oltre 50 mila unità. Il sistema, di fronte al duplice shock della globalizzazione e del ricambio tecnologico, inizia a reagire.

Sarebbe sbagliato concludere che la crisi di produttività e competitività degli anni scorsi sia ormai dietro le nostre spalle. La produttività nell'industria, caduta di tre punti percentuali fra il 2001 e il 2005, è cresciuta lo scorso anno di poco più di un punto; in Germania, Francia e Spagna è salita fra il 3 e il 6 per cento. Il divario nella dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto si è ampliato. La strada da percorrere è ancora lunga.

Resta cruciale la dimensione delle imprese. Occorre una scala dimensionale adeguata per affrontare gli alti costi fissi dell'innovazione continua e della presenza attiva su mercati lontani; ancor più che negli impianti di produzione, la scala conta negli apparati che innovano il prodotto, che alimentano la visibilità e la reputazione del marchio, che organizzano la produzione. Le indagini sul campo mostrano l'esistenza di ostacoli alla crescita. Nella nostra ricerca, il 40 per cento delle imprese che giudicano troppo piccola la propria dimensione ha mancato concrete occasioni di ampliamento, per acquisizione o fusione, nell'ultimo decennio.

### *Un ritardo da colmare*

La trasformazione produttiva è ostacolata da un contesto istituzionale che rimane carente, anche se alcuni progressi non vanno taciuti. La riduzione della disoccupazione è l'unico, importante, aspetto che vede l'Italia in linea

con la tabella di marcia prevista dall'agenda di Lisbona. Nell'accrescere il tasso di occupazione, specie delle donne e delle coorti più anziane, nell'istruzione dei giovani, nella formazione della forza lavoro, nella riduzione del rischio di povertà, nell'attività innovativa, nel rispetto dei vincoli ambientali, il Paese è indietro; spesso più della media europea.

Segnalai l'anno passato aree d'intervento strutturale di particolare rilevanza ai fini della crescita dell'economia e delle sue imprese. Vorrei tornare su taluni di quei temi, anche alla luce degli sviluppi da allora trascorsi.

L'istruzione si conferma al primo posto fra i campi dove un cambiamento forte è necessario. La bassa collocazione del nostro sistema scolastico nelle graduatorie internazionali ha una caratterizzazione territoriale che merita attenzione. Al Sud i divari nei livelli di apprendimento sono significativi già a partire dalla scuola primaria, tendono ad ampliarsi nei gradi successivi: un quindicenne su cinque nel Mezzogiorno versa in una condizione di "povertà di conoscenze", anticamera della povertà economica. Il ritardo si amplia se si tiene conto dei più elevati tassi di abbandono scolastico. L'esistenza di un divario territoriale così marcato mostra che il problema non sta solo nelle regole, ma anche nella loro applicazione concreta.

In Italia il reclutamento dei docenti, la loro distribuzione geografica e fra le diverse scuole, i percorsi di carriera sono governati da meccanismi che mescolano, a stadi diversi, precarietà e inamovibilità. La mobilità ha scarso legame con le esigenze educative, con meriti e capacità: ogni anno più di 150 mila insegnanti su 800 mila cambiano cattedra in un travagliato percorso di avvicinamento alla posizione desiderata. Pesa il ritardo nello sviluppo di un efficace sistema di valutazione delle scuole, che nell'esperienza degli altri paesi appare indispensabile complemento dell'autonomia scolastica. Per cambiare la scuola italiana si deve muovere dalla constatazione dei circoli viziosi che la penalizzano, disincentivano gli insegnanti, tradiscono le responsabilità della scuola pubblica. I problemi nascono qui, non da una carenza di risorse per studente destinate all'istruzione scolastica, che sono invece più elevate in Italia che nella media dei paesi europei.

Ancor più diretto e immediato, per un'economia avanzata, è il contributo allo sviluppo dell'università. Alcuni importanti interventi degli anni passati, dall'autonomia finanziaria alla valutazione della qualità della ricerca, attendono di essere portati a compimento. L'allocazione dei fondi pubblici dovrebbe privilegiare il finanziamento diretto degli studenti meritevoli e meno abbienti. Gli atenei dovrebbero potersi fare concorrenza, nell'attrarre

studenti e fondi pubblici, con la qualità dei loro docenti e ricercatori, selezionati in base alla reputazione e remunerati di conseguenza.

Il grado di concorrenza nel mercato interno dei servizi, pubblici e privati, influenza la crescita delle imprese che competono sul mercato internazionale: nei paesi in cui maggiori sono gli ostacoli legali o regolamentari alla concorrenza nell'offerta di servizi energetici, di telecomunicazione, di trasporto e professionali, l'industria manifatturiera cresce di meno. Il nostro paese è stato fino a poco tempo fa, e in parte è tuttora, fra quelli con la regolamentazione più sfavorevole agli utenti. Nel settore energetico la liberalizzazione è stata finora esitante. Nonostante la dinamica contenuta degli ultimi anni, il prezzo dell'energia elettrica per usi industriali in Italia, al netto delle imposte, è ancora tra i più alti d'Europa, maggiore del 20 per cento circa rispetto alla media. Puntare sulle liberalizzazioni dei mercati dei servizi, come si è iniziato a fare, è essenziale per recuperare competitività e crescita. L'obiettivo va perseguito anche per le ricadute sul benessere dei consumatori, non da ultimo in termini distributivi. Nel 2005 il 20 per cento più povero della popolazione italiana spendeva in quei servizi e beni oggi coinvolti in iniziative di liberalizzazione oltre il 15 per cento del totale dei suoi consumi mensili: 140 euro su 940, la metà dei quali per consumi di energia in varie forme.

Ritardi e problemi si addensano nel comparto dei servizi pubblici locali, a iniziare dal trasporto pubblico urbano e dalla raccolta e smaltimento dei rifiuti. Le norme succedutesi nel corso degli anni novanta avevano cercato forme di separazione fra la gestione del servizio, da assegnare con meccanismi concorrenziali, e le attività che hanno carattere di monopolio naturale, attribuendo agli enti locali compiti di regolamentazione. Tali indirizzi sono stati spesso disattesi. I risultati in termini di costi e qualità dei servizi appaiono deludenti e differenziati sul territorio in ragione delle diverse capacità amministrative degli enti locali.

In altri campi l'azione liberalizzatrice ha compiuto progressi. Nei servizi professionali le iniziative avviate nel 2006 hanno portato la regolamentazione italiana, che era la più restrittiva del mondo avanzato, su livelli vicini alla media. Nel campo delle attività commerciali l'azione va proseguita, radicando non solo nella legge, ma anche nella prassi, il principio che i punti di vendita non devono essere razionati sul territorio se non per valide ragioni di tutela ambientale; assicurando la piena applicazione di questo principio a livello regionale e locale.

Le manchevolezze della nostra giustizia civile sono segnalate da studi internazionali, testimoniate dal disagio dei cittadini e delle imprese. Nella durata

dei processi il confronto internazionale è impietoso. Un esempio fra tutti: i procedimenti di lavoro nel primo grado di giudizio durano da noi in media oltre due anni, un anno in Francia, meno di sei mesi in Germania. I tempi lunghi della giustizia non dipendono tanto da una carenza relativa di risorse, quanto da difetti nell'organizzazione e nel sistema degli incentivi. Emerge anche in questo campo uno specifico problema meridionale: la durata media di un processo civile ordinario di primo grado si triplica passando dal distretto di Torino a quello di Messina, da 500 a 1.500 giorni. Un pieno utilizzo dell'informatica renderebbe i procedimenti più rapidi ed efficienti, trasparente l'operato dei diversi uffici; fornirebbe la base conoscitiva indispensabile per incisivi interventi di riorganizzazione.

Per rimuovere le inefficienze l'informazione è vitale. La qualità dei servizi forniti deve divenire il cardine per la valutazione delle amministrazioni pubbliche e dell'azione dei suoi dirigenti. Gli obiettivi devono essere chiari e verificabili. Un trattamento economico differenziato, in parte fondato sulla produttività individuale, valutata in maniera omogenea e trasparente, aiuterebbe a raggiungerli. Questa previsione è contenuta nel Memorandum d'intesa tra Governo e organizzazioni sindacali dello scorso gennaio.

Nell'area delle infrastrutture sta un nodo irrisolto. L'esperienza degli ultimi anni, dopo la riforma del Titolo V della Costituzione, mostra come il processo decisionale condiviso fra Stato e Regioni sia faticoso e spesso inefficace. Nell'interesse generale, occorre riflettere sui casi in cui è opportuno, trascorso un tempo definito, svincolare l'azione del governo centrale dall'obbligo di assenso degli enti regionali e locali interessati. Dare voce alle esigenze locali deve essere possibile senza bloccare *sine die* la realizzazione di opere necessarie alla modernizzazione del Paese.

### *Una finanza pubblica sostenibile*

Nel 2007 l'indebitamento netto, secondo le stime del Governo, sarà pari al 2,3 per cento del prodotto interno lordo, mezzo punto in meno dell'obiettivo indicato alla fine dell'anno scorso. L'avanzo primario salirà al 2,6 per cento.

Per assicurare la sostenibilità dei conti pubblici, la riduzione del disavanzo deve proseguire con interventi incisivi sulle dimensioni e sulla composizione del bilancio.

Alla fine del 2006 il debito pubblico aveva raggiunto 1.575 miliardi, quasi 27 mila euro per ogni cittadino. La sua incidenza sul prodotto è salita

per trent'anni, dal 32 per cento del 1964 al 121 per cento del 1994; è scesa di 18 punti tra il 1994 e il 2004; da allora è tornata ad aumentare. Senza vendite di attività e operazioni di ristrutturazione del passivo, oggi il rapporto tra debito e prodotto sarebbe circa lo stesso del 1994.

L'accumulo del debito non ha aiutato l'Italia a crescere. Non ha dato al Paese un'adeguata dotazione di infrastrutture.

Un debito elevato vincola le politiche pubbliche: richiede imposte più alte; riduce le risorse per gli investimenti, per la spesa sociale. Con il rialzo dei tassi, benché tuttora molto contenuto, la spesa per interessi tende di nuovo ad aumentare. Essa è già pari alla spesa per l'istruzione pubblica, ai due terzi della spesa per la sanità.

Nel 2005 vi erano 42 ultrasessantenni per ogni 100 cittadini in età da lavoro. Ve ne saranno 53 nel 2020, 83 nel 2040. Queste tendenze si rifletteranno sulla spesa per le pensioni, la sanità, l'assistenza. A noi la scelta se abbattere il peso del debito nei prossimi dieci anni, prima dell'accentuarsi dell'invecchiamento, o aspettare: accettando però profondi cambiamenti nel sostegno che la società sarà in grado di assicurare ai più deboli.

Il recente miglioramento dei conti pubblici è dovuto al forte aumento delle entrate; le stime del Governo indicano per quest'anno un ulteriore incremento della pressione fiscale. Il livello è più alto della media europea; è prossimo ai massimi degli ultimi decenni. Fra i grandi paesi d'Europa solo la Francia ha una pressione fiscale più elevata. A causa del peso dell'evasione, che resta forte nonostante qualche primo segno di recupero di gettito, la differenza tra l'Italia e il resto d'Europa è maggiore se si guarda al prelievo sui contribuenti fiscalmente onesti. Le aliquote legali delle imposte che gravano tanto sul lavoro quanto sul capitale sono elevate: quella sul reddito delle società è inferiore solo all'aliquota in vigore in Germania, dove il governo ha recentemente annunciato un taglio di nove punti. Livello eccessivo del prelievo, variabilità e complessità delle regole fiscali scoraggiano l'investimento in capitale fisico e umano; rendono più onerosa l'osservanza delle norme.

È solo riducendo stabilmente la spesa corrente che si può comprimere il disavanzo e abbattere il debito senza aggravare ancora il carico fiscale. Dal 2000 la spesa primaria corrente è aumentata in media di un punto percentuale all'anno in più del prodotto. Il suo peso sul PIL ha raggiunto il 40 per cento; è sui livelli più alti dal dopoguerra.

È necessario cambiare i meccanismi di spesa: ancora nel 2006 le erogazioni primarie correnti sono cresciute del 3,6 per cento, contro l'1,1 previsto nella manovra di bilancio. Esistono margini di risparmio in tutte le grandi voci del bilancio pubblico; il progetto di revisione dei programmi di spesa, avviato dal Governo, muove nella giusta direzione. Anche le politiche redistributive andrebbero valutate confrontando i risultati con i costi.

Un riequilibrio duraturo richiede un intervento sul sistema previdenziale. La speranza di vita continua a crescere, il numero di italiani in età lavorativa a diminuire; il tasso di occupazione è il più basso dell'area dell'euro. È necessario accrescere nel tempo l'età media effettiva di pensionamento, anche per mantenere un livello adeguato dei trattamenti. Si deve applicare l'impianto del regime introdotto nel 1995: lo stretto collegamento sul piano individuale fra contributi e prestazioni riduce le distorsioni del prelievo e le differenze di trattamento fra categorie di lavoratori; permette flessibilità nella scelta dell'età di pensionamento. Un'applicazione rigorosa e tempestiva dei meccanismi di riequilibrio previsti dall'attuale normativa è essenziale.

Ma non si potrà riportare il sistema su un sentiero di sostenibilità, e insieme assicurare ai cittadini pensioni sufficienti, senza un rapido, convinto avvio della previdenza complementare, ancora oggi modesta. L'investimento nella previdenza complementare può offrire risultati superiori al TFR; ulteriori vantaggi derivano dai contributi aggiuntivi dei datori di lavoro e dal favorevole trattamento fiscale. L'anticipo al 2007 del meccanismo del silenzio-assenso per l'attribuzione alla previdenza complementare delle quote del trattamento di fine rapporto, le nuove forme di flessibilità nell'utilizzo del risparmio accumulato vanno nella direzione giusta. Tuttavia in non pochi casi l'adesione ai fondi complementari è frenata dagli oneri eccessivi che gravano sui risparmiatori: è ancora scarso l'effetto delle economie di scala prodotte dalla crescita delle masse gestite. La concorrenza deve crescere; insufficiente è la trasparenza delle commissioni, eccessivi i vincoli alla mobilità. Occorre riflettere sui limiti alla trasferibilità del contributo del datore di lavoro. Va migliorata l'informazione: se non hanno piena contezza della pensione pubblica di cui disporranno in futuro, i lavoratori non sono in condizione di fare scelte consapevoli. La previdenza complementare va estesa al più presto al pubblico impiego.

Compatibilmente con l'equilibrio dei conti pubblici, si può anche valutare lo spostamento verso la previdenza complementare, su base volontaria, di una quota limitata della contribuzione destinata alla previdenza pubblica, che è pari a 33 punti percentuali del salario, il valore di gran lunga più alto tra i maggiori paesi europei.

## *L'industria della finanza e i mercati dei capitali*

I fondi comuni di investimento aperti di diritto italiano, che nel 1999 gestivano il 17 per cento dei risparmi delle famiglie del Paese, oggi ne hanno appena il 7. Il deflusso di risorse, che ancora risente delle disparità fiscali, si è intensificato nel periodo più recente: negli ultimi tre anni ha sfiorato i 100 miliardi. Si è accentuata la presenza di operatori esteri attraverso accordi di distribuzione con banche italiane; i gruppi bancari italiani hanno spostato all'estero parte delle proprie strutture.

Le strategie del risparmio gestito restano ancora in gran parte subordinate a quelle delle società controllanti: la riduzione del conflitto di interessi insito nell'intreccio azionario con banche e assicurazioni, la concentrazione degli *asset managers* sono vitali per la crescita del settore. Come ho già avuto modo di osservare, architettura aperta, netta separazione societaria, finanche nella proprietà, sono di beneficio per gli azionisti delle banche, per i clienti dei fondi.

La presenza in Italia del *private equity* si sta ampliando, sebbene il volume delle operazioni resti molto inferiore a quello degli altri principali paesi europei. Tra il 2003 e il 2006 il numero delle società di gestione italiane è salito da 26 a 49; i mezzi finanziari per i fondi da 3 a 6 miliardi. Cresce soprattutto la presenza degli operatori non appartenenti a gruppi bancari o assicurativi, che nel 2006 hanno superato la metà del totale dei mezzi investiti.

Gli intermediari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle piccole e medie imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati di borsa, accompagnare il ricambio generazionale. La proprietà familiare è un asse portante del nostro capitalismo; l'identificazione dell'imprenditore con l'impresa è un motore di sviluppo. Proprio per questo sono essenziali gli strumenti che ne agevolano il ricambio, se necessario. Quando la proprietà familiare perde il gusto del rischio creativo, quando la ricchezza investita nell'azienda comincia a essere vista solo come fonte di rendite o di benefici privati del controllo, l'immobilismo proprietario può diventare un freno alla crescita dell'impresa, la avvia al declino. È allora che maggiore diviene per l'impresa il bisogno di questi intermediari; massimo il guadagno potenziale che tutti realizzerebbero con un cambio della guardia; massima, a volte, anche la resistenza dei proprietari.

Vi è uno stretto legame tra la diffusione degli intermediari specializzati e lo sviluppo della borsa. Oltre un terzo delle aziende italiane che si sono

quotate tra il 1995 e il 2006 è stato assistito da operatori di *private equity*, ampliando un accesso al mercato borsistico che in Italia è finora rimasto per lo più limitato alle imprese di grandi dimensioni, ed è molto al di sotto, per capitalizzazione, rispetto agli altri paesi industriali.

In un contesto internazionale in rapida evoluzione, restano non definite le strategie che Borsa Italiana intende intraprendere: un chiarimento degli azionisti è necessario. La concentrazione tra società di gestione dei mercati internazionali è in corso; l'integrazione delle infrastrutture tecniche sta subendo una forte accelerazione. È un processo che offre grandi prospettive di sviluppo a chi vi si inserisce, ma apre interrogativi sul destino a lungo termine di chi ne resta ai margini.

La semplicità della struttura proprietaria delle imprese ne accresce la capacità di attrarre l'investimento azionario. Un adeguato sistema di governo societario risponde a un'esigenza di equità nel trattamento dei diritti patrimoniali dei soci, ma anche a criteri di efficienza. Sistemi poco trasparenti ostacolano l'azione di stimolo degli azionisti di minoranza; accentuano l'autoreferenzialità del management; proteggono i benefici privati del gruppo di controllo.

Le aziende quotate italiane ricorrono di frequente a strutture organizzative complesse. Rispetto ad altre modalità per separare la proprietà dal controllo, una struttura a piramide può accentuare la difficoltà di vagliare adeguatamente le operazioni all'interno dei gruppi, aumentandone l'opacità. Negli ultimi anni in Italia il grado di complessità dei maggiori gruppi si è ridotto. Tra il 1990 e il 2006 il numero medio di società quotate per gruppo è sceso da 6,8 a 2,5; la distanza media dal vertice è diminuita; la leva del controllo si è ridotta. Anche se ha risentito di innovazioni nelle regole fiscali e nella disciplina della trasparenza dei gruppi, questo fatto è essenzialmente frutto della pressione del mercato. È soprattutto la concreta applicazione delle norme sulle operazioni infragruppo e sulla tutela degli azionisti di minoranza che va ancora rafforzata. Nello stesso periodo il peso sul listino di borsa delle società controllate da patti di sindacato è salito dal 18 al 22 per cento; il loro numero dal 5 all'11 per cento delle società quotate.

### *Le banche*

Un anno fa le due banche italiane più grandi erano al settimo e al diciottesimo posto nella graduatoria europea per capitalizzazione di borsa. Le prime tre banche popolari detenevano il 49 per cento dell'attivo della categoria in Italia. Oggi, se le operazioni annunciate dai consigli di amministrazione



saranno confermate, le prime due banche italiane saranno al terzo e all'undicesimo posto; le prime tre popolari avranno una quota pari al 73 per cento dell'attivo della categoria.

Quanto sta accadendo in Italia è una fase del processo di consolidamento in atto in Europa ormai da vari anni. Le concentrazioni hanno per lo più avuto avvio all'interno dei singoli paesi; successivamente si sono talvolta sviluppate in operazioni *cross-border*. Dove questo processo è avvenuto con successo, si sono formate aziende bancarie che godono di vaste economie di scala, beneficiano di una maggiore diversificazione del rischio, hanno un'alta patrimonializzazione.

I tempi perché le sinergie che sono all'origine del consolidamento si traducano in maggior valore per gli azionisti e maggiore efficienza a servizio dei clienti si sono però drammaticamente ristretti. La creazione della moneta unica, lo sviluppo dell'industria dei servizi finanziari, la stessa globalizzazione hanno oggi creato un mercato europeo e mondiale della proprietà e del controllo delle banche. Né le ampie dimensioni, né le difese nazionalistiche offrono protezione a quelle aziende che, pur sane, non perseguono costantemente l'aumento del valore; occorre perciò che il mercato, superate le fasi più complesse dei processi di aggregazione, veda rapidamente i frutti del consolidamento in atto. La concentrazione dell'offerta non si deve tradurre in un indebolimento della concorrenza; i clienti dovranno trarre pieno beneficio dalle economie di scala.

È essenziale che gli assetti di governo, l'articolazione societaria, le strutture organizzative che i nuovi gruppi adottano, assicurino la sana e prudente gestione.

Le banche che risultano da processi di aggregazione si sono date in molti casi nuove forme di *governance* societaria, adottando il sistema duale; utilizzano la holding operativa come strumento di coordinamento dei nuovi gruppi. Il modello duale è efficace se attuato assicurando una chiara ripartizione della responsabilità tra gli organi societari. Sovrapposizioni di competenze ostacolano l'efficienza del processo decisionale, sono viste dagli azionisti come fonte di distruzione di valore; la chiarezza delle linee di responsabilità è anche presidio di stabilità.

L'adozione della forma organizzativa basata su una holding di gruppo o la sua estensione al nuovo perimetro che si forma con le aggregazioni richiede particolare attenzione ai controlli interni. I nuovi gruppi devono prontamente assicurare una gestione centralizzata dei rischi, specialmente per le attività più esposte. Particolare attenzione richiedono i rischi di reputazione. L'adozione dei modelli di valutazione dei rischi e l'organizzazione delle funzioni di controllo devono avvenire rapidamente.

L'acquisizione di significative partecipazioni nel capitale delle imprese è parte della strategia dei maggiori gruppi. Essa comporta per le banche l'assunzione di rischi di tipo nuovo rispetto al passato; può dar luogo a conflitti di interesse. Al fine di tutelare la stabilità degli intermediari, l'ordinamento ha a lungo ristretto queste partecipazioni. L'evoluzione delle tecniche di gestione del rischio e delle migliori pratiche di vigilanza rende ormai inefficace una rigida delimitazione. La Banca ha già da tempo sottoposto al Comitato interministeriale per il credito e il risparmio un provvedimento che consente di ridurre i vincoli amministrativi, innalzando i limiti delle partecipazioni che le banche possono detenere; questo è reso possibile da un sistema di vigilanza ora basato sulla valutazione accurata di tutti i rischi, sulla loro copertura con adeguate dotazioni patrimoniali, sul controllo dei conflitti di interesse tramite presidi di *governance* e di trasparenza, e, in prospettiva, su una più efficace disciplina dei fidi a soggetti collegati.

I giudizi di merito sulle singole operazioni spettano al mercato e agli azionisti delle banche, cui vanno garantite ampia informazione e adeguate occasioni di intervento. Agli azionisti, specialmente in questa materia, si richiede di essere particolarmente attivi nell'assicurare che le operazioni abbiano per obiettivo l'aumento del valore dell'azienda, e nel verificare successivamente la coerenza delle scelte gestionali con questa finalità. Sono chiamati a questo ruolo soprattutto gli investitori istituzionali, per la responsabilità fiduciaria che li lega a chi ha loro affidato i propri risparmi; le fondazioni, che amministrano risorse nell'interesse della collettività: meno definita sul piano formale, la responsabilità di queste ultime è proprio per questo ancora più delicata e importante.

Anche gli attuali limiti alla partecipazione nelle banche da parte di soggetti non finanziari e il relativo divieto di controllo saranno rivisti alla luce della normativa comunitaria in corso di emanazione.

Nella disciplina delle banche popolari sono mature le condizioni per una riforma, cui è auspicabile concorrano le stesse banche con spirito costruttivo. Un ordinamento originariamente disegnato per aziende di dimensione contenuta si rivela per alcuni profili inadeguato di fronte alle basi proprietarie sempre più ampie e frazionate che emergono dai processi di consolidamento. Sono condivisibili le iniziative legislative finalizzate ad ampliare i limiti individuali di partecipazione, rafforzare il ruolo degli investitori istituzionali ed estendere i meccanismi di delega, senza stravolgere la natura cooperativa degli intermediari.

Nel 2006 il grado di patrimonializzazione del sistema bancario italiano è aumentato, al 10,7 per cento; si è però leggermente ridotto quello dei principali gruppi. Dal 2008 tutte le banche italiane adotteranno i criteri di

Basilea II. Ne potranno derivare, a seconda della struttura dei rischi, minori obblighi patrimoniali; certamente si avrà una maggiore variabilità dei requisiti tra banche. La Vigilanza è impegnata ad assicurare che le dotazioni patrimoniali, proporzionate all'intensità dei rischi e all'accuratezza dei metodi per la loro gestione, si mantengano, perché vi sia flessibilità, ampiamente al di sopra dei limiti regolamentari. Il dialogo con i gruppi che intendono adottare sistemi interni di calcolo dei requisiti patrimoniali si è di recente intensificato.

Negli ultimi anni il contenimento dei costi ha contribuito al miglioramento dell'efficienza operativa dei principali gruppi bancari italiani, che è oggi allineata alla media delle grandi banche europee. Nonostante i progressi compiuti, è invece inferiore il rendimento del capitale, soprattutto a causa delle maggiori perdite su crediti: anche se la congiuntura favorevole sta contribuendo a un miglioramento, la qualità degli attivi resta più bassa rispetto a quella delle altre maggiori banche europee.

L'esposizione delle banche italiane nei confronti degli *hedge funds* è inferiore al 3 per cento del patrimonio. Più significativa è quella nei confronti dei fondi di *private equity* che, sommata ai finanziamenti alle società in cui intervengono i fondi, raggiunge il 13 per cento del patrimonio. Le esposizioni sono concentrate nelle banche maggiori. Nei derivati di credito il sistema bancario è in media acquirente netto di protezione.

L'integrazione dei mercati europei pone nuove sfide alla vigilanza. Le strutture di coordinamento create dalla procedura Lamfalussy hanno contribuito ad armonizzare la regolamentazione e a rafforzare la cooperazione tra autorità dei vari paesi. Nel 2006 abbiamo condotto simulazioni coordinate di eventi critici per esser pronti a fronteggiare episodi di instabilità con effetti internazionali. La convergenza nelle prassi di vigilanza deve aumentare, per rendere il sistema meno macchinoso, ridurre gli oneri per le banche e garantire parità di condizioni concorrenziali.

Semplificare le norme proteggendo la stabilità, vigilare sulla reputazione delle banche accrescendo la tutela dei clienti sono stati i nostri principi nella regolamentazione del sistema bancario.

Nel 2006 e nei primi mesi del 2007 la Banca d'Italia ha abolito l'obbligo di comunicare preventivamente l'intenzione di acquisire il controllo di una banca; ha soppresso la disciplina della trasformazione delle scadenze e dei limiti quantitativi al finanziamento a medio e a lungo termine alle imprese;

ha semplificato le procedure per l'apertura degli sportelli; ha emanato disposizioni sulle obbligazioni bancarie garantite (*covered bonds*), con l'obiettivo di creare un mercato ampio e affidabile; ha avviato una riconsiderazione di tutta la normativa di vigilanza, con l'obiettivo di ridurre drasticamente il numero dei provvedimenti autorizzativi.

La fiducia del pubblico resta essenziale per la solidità delle banche. La Banca d'Italia controlla il rispetto delle regole di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari; le capillari verifiche presso gli intermediari contribuiscono a migliorarne gli standard di comportamento nei confronti della clientela. Oltre ad assicurare la correttezza contrattuale, occorre essere chiari e semplici nell'informazione che si dà ai clienti. Per rafforzare la tutela sostanziale dei risparmiatori e delle imprese, intendiamo rivedere la normativa sulla trasparenza, riducendo gli adempimenti formali.

Abbiamo avviato una nuova rilevazione sui costi di tenuta dei conti correnti bancari, anche al fine di individuare il peso di fattori strutturali quali l'incidenza della fiscalità e l'eccessivo uso del contante.

La direttiva europea sui servizi di pagamento al dettaglio, recentemente approvata, apre il mercato a nuovi operatori, quali la grande distribuzione e la telefonia mobile; accresce la concorrenza, riduce i costi, amplia l'offerta di servizi, predispone la base per un sistema integrato dei pagamenti in Europa. La Banca d'Italia sosterrà un'applicazione estensiva della direttiva, che è auspicabile sia presto recepita dal Parlamento.

\* \* \*

Il Paese ha trasformato il proprio sistema bancario, ha iniziato a rimettere in ordine la finanza pubblica, ha ripreso a crescere.

Ho già dato atto dei progressi del sistema bancario. Il ruolo che vi abbiamo svolto è stato neutrale, non distaccato. Abbiamo indicato l'obiettivo, non il protagonista del percorso: puntare alla crescita, abbandonando i campanilismi del passato, accettando la sfida del mercato. Da questo è nata la trasformazione, non dai programmi delle Autorità. Occorre ora che azionisti, famiglie, imprese ne vedano chiaramente i benefici: aziende più forti, pronte a offrire una gamma di servizi più ampia a costi inferiori. Occorre infine che i conflitti di interesse, sempre presenti nella terra degli intrecci azionari, vengano risolti. La Banca seguirà con attenzione tutti questi sviluppi.

Un sistema finanziario moderno non tollera commistioni tra politica e banche. La separazione sia netta: entrambe ne verranno rafforzate.

Perché la finanza pubblica torni a essere di beneficio per la crescita e non di freno, occorre che il suo riordino veda meno spese correnti, più investimenti, meno tasse e che soprattutto continui: abbiamo smesso di accumulare debito, non abbiamo iniziato a ridurlo.

Dobbiamo por mano con maggiore determinazione alle debolezze strutturali della nostra economia. Il consumo delle famiglie, eroso dalle rendite, frenato dall'incertezza sull'esito di riforme che toccano in profondità la loro vita, deve riprendere slancio.

Affrontare il problema della previdenza in modo mai definitivo ha un costo in termini di mancata crescita, minori consumi.

Sono mete raggiungibili se tutti noi, ciascuno nel proprio ruolo, senza attardarsi sul rimpianto per le occasioni mancate, ma traendo forza dalla consapevolezza dei progressi compiuti, sapremo ritrovare quel sentire il bene comune che è essenziale per lo sviluppo duraturo del Paese.