



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Considerazioni finali del Governatore

Relazione annuale  
Roma, 31 maggio 2021

CENTOVENTISETTESIMO ESERCIZIO

anno 2020

esercizio

CXXVII



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Considerazioni finali del Governatore

---

Relazione annuale  
anno 2020 – centoventisettesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2021



### *Autorità, Signori Partecipanti, Signore, Signori,*

la pandemia ha avuto in tutto il mondo un costo altissimo in termini di vite umane. Il suo contenimento ha richiesto restrizioni alle libertà individuali e ha condizionato in modo profondo la vita di tutti. Per molti ha determinato la perdita dell'occupazione; ha modificato i rapporti interpersonali, le modalità di studio, di produzione e lavoro, di impiego del tempo libero.

Sul piano economico la recessione che ne è conseguita è la più grave dalla fine del secondo conflitto mondiale. Nel 2020 la diminuzione del prodotto globale è stata pari al 3,3 per cento, con effetti eterogenei tra aree geografiche, settori produttivi, imprese e famiglie; ancora più ampia, quasi del 9 per cento, è stata la caduta del commercio internazionale, caratterizzata da una temporanea interruzione delle filiere produttive, cui si è associato un forte calo dei flussi turistici. La perdita di occupazione ha colpito in misura più marcata i giovani, le donne, i lavoratori precari. Si stima che sia tornato a salire, per la prima volta in oltre 20 anni, il numero delle persone che nel mondo versano in povertà estrema, pari oggi, secondo la Banca mondiale, a circa il 10 per cento della popolazione, con un incremento di oltre 100 milioni nell'ultimo anno.

Senza la risposta decisa e tempestiva delle politiche economiche i danni sarebbero stati più gravi; la cooperazione tra paesi e il coordinamento tra le autorità monetarie e di bilancio hanno segnato una netta inversione di tendenza rispetto al recente passato. Fino allo scorso marzo i governi avevano approvato – tra aumenti di spesa, riduzioni di imposta e garanzie sui prestiti – interventi per oltre 16.000 miliardi di dollari (il 15 per cento del prodotto mondiale), con l'obiettivo immediato di potenziare i sistemi sanitari e sostenere i redditi delle famiglie e il finanziamento delle imprese. La liquidità fornita con prontezza e in quantità eccezionale dalle banche centrali ha contrastato le tensioni sui mercati e ripristinato condizioni finanziarie ampiamente distese. Le misure varate hanno evitato una generalizzata restrizione del credito, scongiurando il rischio di un avvitamento della crisi.

Grazie agli sforzi straordinari, *in primis* della comunità scientifica, nello sviluppo dei vaccini e nel trattamento della malattia, in molti paesi si procede gradualmente verso l'uscita dall'emergenza sanitaria. L'efficacia

delle campagne di somministrazione avviate alla fine del 2020 e le politiche economiche ancora molto accomodanti hanno indotto in aprile il Fondo monetario internazionale a rivedere al rialzo le stime di crescita mondiale per l'anno in corso, al 6 per cento (fig. 1). Questo scenario resta tuttavia circondato da un'elevata incertezza, legata soprattutto all'evoluzione della pandemia e al ritmo diseguale delle vaccinazioni tra le diverse aree del mondo: ne potrebbero derivare marcate divergenze nell'andamento delle economie e bruschi movimenti dei capitali.

La dimensione globale dei rischi richiede una stretta cooperazione internazionale, attribuisce un ruolo importante al Gruppo dei Venti (G20), che l'Italia quest'anno presiede per la prima volta dalla sua costituzione nel 1999. Dalla crisi si potrà uscire in maniera sicura e definitiva, tanto sul piano sanitario quanto su quello economico e sociale, solo se i progressi riguarderanno tutti i paesi. La risposta delle politiche economiche deve continuare a essere coordinata e coerente; le misure di sostegno alle famiglie e alle imprese andranno ritirate con gradualità e solo quando il miglioramento del quadro congiunturale si sarà sufficientemente consolidato e l'incertezza significativamente ridotta.

### *Le politiche economiche nell'area dell'euro*

Nell'area dell'euro l'attività economica è ancora frenata dal perdurare della pandemia e dagli effetti dell'incertezza sulla domanda di consumo e le decisioni di investimento. Al netto di fattori temporanei, le variazioni dei prezzi restano molto contenute.

La crescita del prodotto interno lordo (PIL) dovrebbe riprendere vigore nella seconda parte dell'anno superando, nelle stime più recenti, il 4 per cento nella media del biennio 2021-22, dopo la caduta del 6,6 nel 2020. Questo scenario sconta ulteriori progressi nelle campagne di vaccinazione e una favorevole evoluzione dei contagi; continua a dipendere dal mantenimento degli interventi di sostegno all'economia. Benché in ripresa, principalmente per il rincaro delle materie prime, le prospettive a medio termine dell'andamento dei prezzi al consumo restano deboli: le aspettative che ampi margini di capacità produttiva inutilizzata persistano a lungo frenano la dinamica dei salari e il ritorno dell'inflazione su livelli congruenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Le misure straordinarie introdotte dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) hanno tempestivamente contrastato le ricadute economiche della crisi sanitaria. Da marzo dello scorso anno sono stati erogati alle banche fondi aggiuntivi a condizioni molto vantaggiose per quasi 1.500 miliardi di euro ed effettuati acquisti netti di titoli pubblici e

privati all'incirca per lo stesso ammontare, in larga parte decisi per far fronte all'emergenza pandemica. Questi interventi hanno contribuito a mantenere un orientamento monetario coerente con l'obiettivo; hanno permesso agli intermediari di soddisfare il fabbisogno di fondi dell'economia e ai governi di reperire le risorse necessarie per il sostegno alle famiglie e alle imprese senza che si manifestassero tensioni sui mercati (fig. 2).

L'esperienza maturata dopo la crisi finanziaria globale del 2008-09 mostra che una riduzione prematura dello stimolo monetario accresce i rischi per l'economia e per la stabilità dei prezzi. L'incertezza sui tempi e sull'intensità della ripresa richiede che le condizioni di finanziamento restino a lungo accomodanti: aumenti ampi e persistenti dei tassi di interesse non sono giustificati dalle attuali prospettive economiche e andranno contrastati, anche con il pieno utilizzo dei programmi di acquisto di titoli già definiti. Oltre che a contenere gli effetti della pandemia, l'orientamento espansivo della politica monetaria resta volto a garantire che la dinamica dei prezzi, dopo tanti anni di debolezza, si riporti, al più presto e stabilmente, su valori prossimi al 2 per cento.

Anche l'azione delle autorità di vigilanza è stata orientata a contenere la severità della recessione. Modificando i tempi dell'entrata in vigore di alcune regole prudenziali si è evitato di incidere sulla capacità delle banche di erogare prestiti e assorbire le perdite in una fase così delicata; misure temporanee sulle riserve e sui requisiti di capitale hanno contrastato potenziali effetti prociclici della regolamentazione.

La supervisione bancaria sta ora contemperando l'esigenza di assicurare che le banche continuino a fornire il necessario sostegno all'economia con quella di presidiare adeguatamente i rischi. Dopo la sospensione del 2020 è ripreso il regolare processo di revisione e valutazione prudenziale con il quale i supervisori determinano i requisiti patrimoniali specifici per ciascuna banca. Sotto il coordinamento dell'Autorità bancaria europea sono in corso prove di stress per valutare la solidità degli intermediari anche in uno scenario economico particolarmente avverso. Seppure in una forma meno rigida di quanto deciso per lo scorso anno, è stata rinnovata fino a settembre la raccomandazione di limitare la distribuzione degli utili.

Le politiche di bilancio straordinarie adottate con tempestività dai governi hanno fortemente limitato i danni della recessione. La risposta dell'Unione europea è stata diversa da quelle, insufficienti, fornite in occasione della crisi finanziaria globale e della successiva crisi dei debiti sovrani. All'inizio dell'emergenza, la sospensione dell'applicazione delle regole del Patto di stabilità e crescita, il temporaneo allentamento delle restrizioni sugli aiuti di Stato e la maggiore flessibilità nell'utilizzo dei fondi di coesione hanno permesso a tutti gli Stati membri di intraprendere politiche espansive di ampia portata.

Nel complesso dell'area dell'euro l'indebitamento netto è aumentato di 6,6 punti percentuali del prodotto (fig. 3). Il debito pubblico in rapporto al PIL è salito in tutti i paesi europei; con l'uscita dall'emergenza il ritorno sui livelli prevalenti prima della crisi pandemica sarà tanto più rapido quanto più forte sarà la ripresa.

Il risoluto intervento dell'Unione a sostegno dei paesi membri ha avuto luogo con modalità innovative che prevedono l'impiego di risorse ingenti. Attraverso un apposito strumento si è deciso di finanziare con debito europeo le misure contro i rischi di disoccupazione adottate nei vari paesi. Anche se non costituisce un meccanismo comune di sostegno al reddito né presuppone l'armonizzazione degli schemi di assistenza nazionali, esso ha consentito ai paesi destinatari di ridurre il ricorso diretto al mercato, contenere l'onere del debito e beneficiare di scadenze molto lunghe.

Di particolare importanza è stato l'accordo sul programma *Next Generation EU* (NGEU). Con questo strumento l'Unione europea potrà reperire sul mercato fino a 750 miliardi di euro da destinare a prestiti e trasferimenti agli Stati membri (oltre 200 all'Italia) per finanziare piani pluriennali concordati di spesa e di riforme. Insieme con l'azione della politica monetaria, questo accordo è stato decisivo per sostenere la fiducia degli operatori economici e dei mercati finanziari.

### *L'architettura dell'Unione economica e monetaria*

All'inizio del 2020 il Consiglio direttivo della BCE ha avviato una revisione della propria strategia, per rispondere ai cambiamenti osservati nell'economia negli ultimi due decenni. Sono oggetto di riflessione tutti i principali aspetti della conduzione della politica monetaria, dalla definizione di stabilità dei prezzi alla simmetria dell'obiettivo, alle modalità con cui assicurarne il raggiungimento. Nell'ambito del nostro mandato si terrà anche conto della rilevanza della difesa dell'occupazione, della tutela della stabilità finanziaria, del contrasto al cambiamento climatico, nel rispetto dei ruoli delle diverse autorità.

La definizione quantitativa dell'obiettivo di stabilità dei prezzi consiste oggi in un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2 per cento, da perseguire nel medio termine. Sia le nostre indagini presso le famiglie e le imprese sia gli "esercizi di ascolto" condotti in Banca d'Italia tra febbraio e marzo di quest'anno indicano che tale definizione è difficile da interpretare e viene a volte fraintesa. Un obiettivo numerico pari al 2 per cento, con una valutazione simmetrica degli scostamenti verso l'alto e verso il basso, sarebbe più chiaro e rafforzerebbe l'ancoraggio delle aspettative a medio e a lungo termine.

Tra i temi affrontati nella revisione vi è l'interazione tra le politiche di bilancio e la politica monetaria unica. Nelle attuali circostanze l'Eurosistema dovrà continuare a fornire il proprio sostegno durante la ripresa, facilitando l'attuazione degli interventi strutturali necessari a creare un contesto più favorevole per il ritorno a una crescita stabile e sostenibile. Il Consiglio direttivo è determinato ad adottare tutte le misure necessarie per adempiere al mandato della stabilità dei prezzi e per preservare la stabilità finanziaria. Ferma restando l'indipendenza dai governi sancita dai Trattati, in fasi storiche di profonda crisi una stretta sintonia tra le azioni dei governi e delle autorità monetarie è cruciale. La risposta data alla pandemia lo prova in modo chiaro.

Assicurare nella fase di ripresa dell'attività economica il mantenimento, prolungato nel tempo, dello stimolo monetario potrà favorirne un più solido recupero, con effetti positivi sull'occupazione e sui redditi e una più salda tenuta delle aspettative di inflazione. Negli Stati Uniti, nell'ambito della nuova strategia della Riserva federale è prevista l'eventualità che, dopo una protratta fase di bassa inflazione, la politica monetaria punti a mantenere la crescita dei prezzi su livelli moderatamente superiori all'obiettivo per un certo periodo di tempo. Le finalità appaiono condivisibili; andrà valutato come perseguirle nell'area dell'euro, tenendo conto delle differenze di contesto e istituzionali.

Su fronti diversi dalla politica monetaria è diffuso da tempo il convincimento che l'architettura economica europea sia incompleta. Il dibattito, ampio già prima dell'avvio della moneta unica, è proseguito tra gli economisti e nelle istituzioni; lo hanno stimolato anche i Rapporti che, all'indomani della crisi dei debiti sovrani, disegnavano ambiziosi progetti di riforma. Oggi la necessità di disporre di una capacità di bilancio comune è divenuta ancor più evidente. L'istituzione del programma NGEU, che ne ha solo in parte le caratteristiche, testimonia la consapevolezza del fatto che shock comuni richiedono l'utilizzo di uno strumento europeo in grado di affiancare la politica monetaria unica. Una risposta congiunta può però essere necessaria anche nel caso di shock asimmetrici, per rafforzare le politiche nazionali laddove i margini di manovra siano ridotti o per integrarle se l'azione dei singoli paesi si mostra debole perché non considera le implicazioni che ne possono derivare per gli altri.

Come già accaduto in passato, la gravità della crisi ha fatto superare dubbi e inerzie. Anche se non risolvono il problema dell'incompletezza dell'Unione economica e monetaria, quanto più saranno utilizzati con efficacia tanto più i programmi varati nell'ultimo anno potranno costituire un punto di riferimento per il disegno di meccanismi di natura permanente e dal funzionamento più agile. Si tratta di un percorso costellato di difficoltà; i paesi che più beneficeranno delle risorse rese così disponibili, tra i quali in



particolare l'Italia, hanno una doppia responsabilità: cogliere un'occasione decisiva per avviare a soluzione i propri problemi strutturali e dimostrare con risultati concreti l'importanza di una Unione più forte e coesa.

Una capacità di bilancio comune, accompagnata dalla revisione delle regole per le finanze pubbliche nazionali, dovrebbe fondarsi sulla possibilità di una stabile emissione di debito, garantita da fonti di entrata autonome. Si fornirebbe tra l'altro, in questo modo, ai mercati uno strumento finanziario con elevato merito di credito, facilitando la diversificazione dei portafogli degli intermediari europei e l'integrazione dei mercati dei capitali, accrescendo l'efficacia della politica monetaria, consentendo all'euro di assumere pienamente il ruolo di valuta internazionale.

Il debito volto a dare corso a una politica di bilancio europea sarebbe ben distinto dal debito pregresso dei singoli paesi, che resterebbe responsabilità nazionale. Tuttavia, la gestione comune di una parte delle passività emesse in passato da ciascun paese, ad esempio attraverso un fondo di ammortamento, consentirebbe anche di conferire rapidamente al mercato europeo dei titoli pubblici lo spessore e la liquidità di cui esso oggi manca. Proposte di questo genere sono state criticate per il timore che ne possano conseguire trasferimenti sistematici di risorse a favore dei paesi con debito più alto, timori che possono essere fugati con la definizione esplicita di meccanismi volti a impedirli. Non si tratterebbe, in tutta evidenza, di cancellare le passività nazionali ma di ridurre la frammentazione e la volatilità che oggi contraddistinguono nell'Unione europea il mercato dei debiti sovrani.

### *L'azione del Governo e l'attività economica in Italia*

Il nostro paese è stato colpito dall'epidemia già dal febbraio dello scorso anno. Nel primo semestre del 2020 il PIL è diminuito di quasi il 12 per cento rispetto ai sei mesi precedenti. Come nel resto del mondo, le successive ondate di contagio sono state più gravi di quanto generalmente atteso; tuttavia, l'impatto sull'economia è stato minore che in primavera, per la moderazione delle nuove misure di contrasto e l'adattamento di imprese e lavoratori alle necessità di distanziamento sociale. Gli andamenti in corso d'anno hanno messo in luce le capacità di ripresa dell'economia, ma anche la loro forte dipendenza dall'evoluzione dei contagi e dalle politiche di sostegno.

Gli interventi del Governo hanno permesso di contenere le ripercussioni della pandemia sulle famiglie e sul sistema produttivo. L'impatto sui livelli di occupazione è stato attenuato dall'estensione della Cassa integrazione guadagni a tutte le categorie di impresa e dalle restrizioni, temporanee, ai licenziamenti. A fronte di un calo del prodotto di quasi il 9 per cento,

i trasferimenti pubblici hanno limitato la caduta del reddito disponibile delle famiglie nel 2020 al 2,6 per cento in termini reali (fig. 4). Le garanzie pubbliche sui nuovi prestiti, le moratorie sui debiti in essere e le più favorevoli condizioni di finanziamento delle banche presso l'Eurosistema hanno consentito di soddisfare il fabbisogno di liquidità delle imprese: l'aumento dei prestiti ha superato l'8 per cento, a fronte di una contrazione del 2 per cento negli anni della crisi finanziaria globale e del 7 in quelli della crisi dei debiti sovrani nell'area dell'euro.

Le misure di sostegno a carico del bilancio pubblico sono andate soprattutto a beneficio dei settori maggiormente colpiti. L'impegno finanziario è stato elevato: sussidi, crediti di imposta e contributi alle imprese e al lavoro autonomo hanno superato nel 2020 i 20 miliardi; sono stati disposti differimenti e riduzioni di oneri fiscali per oltre 25 miliardi. Il sostegno prosegue quest'anno con risorse di entità paragonabile a quelle del 2020.

L'insieme delle misure è riuscito a ridurre l'aumento delle disuguaglianze (fig. 5); ha inoltre evitato che aziende sane, gravemente colpite dagli effetti della pandemia, fossero costrette a cessare l'attività. Con l'attenuarsi dell'incertezza l'intervento pubblico dovrà divenire più selettivo, concentrandosi nei settori che sconteranno ancora difficoltà legate alla crisi sanitaria e cercando di evitare di sussidiare imprese chiaramente prive di prospettive, pur garantendo il sostegno a chi è in esse occupato.

L'attività produttiva si sta ora rafforzando. Nel corso dei prossimi mesi, con il prosieguo della campagna vaccinale, vi potrà essere un'accelerazione della ripresa. Secondo le nostre indagini più recenti le imprese già pianificano un deciso aumento degli investimenti; le famiglie appaiono più caute, ma con la normalizzazione della situazione sanitaria e la riduzione dell'incertezza l'elevato risparmio accumulato potrebbe gradualmente tradursi in maggiori consumi. Nella media dell'anno l'espansione del PIL potrebbe superare il 4 per cento.

## *Le imprese*

Il sistema produttivo ha affrontato la crisi pandemica in condizioni migliori di quelle prevalenti durante la crisi finanziaria globale. Da allora ha avuto luogo, pur con insufficienze e ritardi, un processo di selezione delle imprese e di riallocazione delle risorse che ha portato all'affermarsi, in particolare nell'industria manifatturiera, di aziende più competitive e dalla struttura finanziaria più solida.

La crisi ha determinato una drastica riduzione della produzione e dei ricavi, con squilibri di bilancio per le imprese più colpite dalle restrizioni all'attività, aggravando le condizioni di quelle già fragili prima della pandemia.

Il fenomeno è rilevante ma non generalizzato: nel 2020 il saldo finanziario del settore nel suo complesso (ovvero la differenza tra la variazione delle attività e quella delle passività finanziarie), alimentato anche dagli interventi di sostegno, è stato positivo per 38 miliardi, tre volte quello dell'anno precedente (fig. 6). Una parte consistente dei prestiti ottenuti è detenuta dalle imprese in depositi e altre attività liquide, che potranno essere utilizzati per finanziare nei prossimi mesi l'accelerazione dell'attività produttiva e gli investimenti programmati.

Le aziende potenzialmente in difficoltà contribuiscono per circa un sesto al totale dell'occupazione. Per quelle con capacità di ripresa trovano giustificazione interventi volti a sostenerne la patrimonializzazione. In questa prospettiva assume rilievo, soprattutto per le imprese di piccole e medie dimensioni, il recente rafforzamento degli incentivi fiscali per il ricorso al capitale proprio. Per quelle di maggiori dimensioni saranno disponibili, a specifiche condizioni, i fondi stanziati in Patrimonio Rilancio, lo strumento straordinario di rafforzamento patrimoniale appena costituito, gestito dalla Cassa Depositi e Prestiti.

Le banche rappresentano e continueranno a rappresentare il principale canale di finanziamento per le imprese. Vanno però colte le opportunità, oggi più favorevoli che in passato, offerte dall'ampia liquidità disponibile per gli investitori nel mercato dei capitali, colmando il ritardo rispetto alle imprese delle altre principali economie europee. Dall'inizio del 2020 le emissioni nette di titoli di debito e di azioni quotate effettuate da società italiane sono ammontate a 16 miliardi, contro 101 per quelle francesi e 87 per quelle tedesche.

La diversificazione delle fonti di finanziamento trarrebbe beneficio dal completamento dell'Unione dei mercati dei capitali, un obiettivo che al momento trova ostacolo sia nella legislazione frammentata tra gli Stati membri in ambiti chiave come il diritto fallimentare, quello societario, la fiscalità, sia nella limitata disponibilità di informazioni comparabili sulle imprese. Lo sviluppo della finanza di mercato in Italia richiede comunque la rimozione di vincoli esterni e interni al sistema produttivo. Rileva in particolare, come è noto, la dimensione estremamente ridotta della maggior parte delle nostre aziende, la cui crescita è spesso frenata, oltre che da un ambiente poco favorevole alla loro attività, dalla scarsa diffusione di buone prassi gestionali.

Anche se l'Italia può contare su un segmento in crescita di imprese dinamiche e innovative – cui si deve il recupero di competitività sui mercati internazionali nell'ultimo decennio e un contributo importante al ritorno in attivo, dopo 30 anni, della nostra posizione netta sull'estero – persistono gli elementi di fragilità del tessuto produttivo (fig. 7). Il numero di microimprese con livelli di produttività modesti rimane estremamente elevato, mentre è ridotta la presenza

di aziende medio-grandi, che pure hanno un'efficienza comparabile a quella delle maggiori economie a noi vicine. Nei servizi non finanziari le imprese con meno di 10 dipendenti impiegano quasi il 50 per cento degli addetti, il doppio che in Francia e Germania.

La specializzazione in attività tradizionali e la piccola dimensione riducono la domanda di lavoro qualificato, generando un circolo vizioso di bassi salari e modeste opportunità di impiego che scoraggiano gli stessi investimenti in istruzione. Nonostante i progressi stimolati anche dalle politiche economiche, la spesa privata in ricerca e sviluppo resta molto più bassa di quella di Francia e Germania, nonché della media dei paesi avanzati.

Il superamento degli ampi divari nel funzionamento della giustizia civile rispetto agli altri paesi europei accrescerebbe l'efficienza dell'allocazione delle risorse nel settore produttivo, incentivando anche l'investimento in strumenti finanziari emessi dalle imprese. I tempi di recupero dei crediti per via giudiziale sono quasi doppi rispetto alla media dei paesi dell'Unione europea. Vi contribuiscono, tra l'altro, la complessità delle procedure, il limitato grado di specializzazione dei giudici e l'incompleta digitalizzazione delle attività. Le forti differenze tra tribunali nella durata dei procedimenti, sulle quali da molti anni richiamiamo l'attenzione, suggeriscono che fattori di natura organizzativa svolgono un ruolo di rilievo.

### *Le famiglie e il lavoro*

I trasferimenti pubblici alle famiglie hanno raggiunto livelli imponenti nel 2020, con un aumento di oltre 30 miliardi al netto delle pensioni. Questo eccezionale sostegno ha richiesto il forte ampliamento degli ammortizzatori sociali, anche per raggiungere persone non altrimenti coperte. La riduzione del numero degli occupati è stata molto inferiore a quella delle ore lavorate, ma è risultata comunque pesante per la caduta delle assunzioni a tempo determinato e la forte flessione della natalità delle imprese. Ne sono stati penalizzati soprattutto i giovani e le donne, la cui presenza è elevata nei comparti dei servizi più colpiti dalla crisi, quali quelli legati al turismo e al tempo libero.

I consumi sono diminuiti del 10,7 per cento, quattro volte più della riduzione del reddito disponibile (fig. 8). Le nostre indagini indicano che, a differenza di quanto tipicamente accade in fasi recessive, la contrazione della spesa è stata significativa anche per le famiglie che dichiarano di non avere difficoltà finanziarie; vi hanno inciso le restrizioni alle attività commerciali, i timori per il contagio e l'accresciuta incertezza sulle prospettive economiche. La quota di reddito destinata al risparmio ha superato il 15 per cento, il doppio del 2019.

Il superamento dell'emergenza sanitaria e la ripresa economica avvieranno un recupero delle ore lavorate e dei redditi. Data la dimensione e la natura della crisi, anche per l'intensificazione dei processi di digitalizzazione e di "decarbonizzazione" è oggi difficile definire i contorni del complesso di cambiamenti strutturali a cui andrà incontro il sistema produttivo. Ma una delle principali questioni che si porranno riguarderà le condizioni per facilitare il reimpiego dei lavoratori attualmente occupati nelle attività destinate a ridimensionarsi.

In questo contesto sarà necessario mantenere il sostegno a chi perde il lavoro. Andranno corrette le importanti debolezze nel disegno e nella copertura della rete di protezione sociale che permangono nonostante le riforme degli ultimi anni; la pandemia le ha rese manifeste, richiedendo l'adozione di interventi straordinari. Siamo inoltre ancora lontani dalla definizione di un moderno sistema di politiche attive, in grado di accompagnare le persone lungo tutta la vita lavorativa: in Italia un disoccupato su dieci riceve assistenza attraverso un centro per l'impiego, contro sette su dieci in Germania. Non è solo una questione di risorse stanziare, da noi comunque modeste; si tratta soprattutto di innalzare e rendere più omogenei sul territorio gli standard delle prestazioni fornite dalle diverse strutture.

Occorrerà, in particolare, rafforzare la formazione interna alle aziende ed elevare conoscenze e competenze, anche nell'uso delle nuove tecnologie, ancora largamente inadeguate. L'esigenza di innalzare ciò che gli economisti sintetizzano con l'espressione, certamente riduttiva, di capitale umano è una questione da lungo tempo richiamata e che considero assolutamente centrale per il nostro paese. Istruzione e cultura sono fondamentali per garantire una partecipazione attiva alla vita sociale ed economica, rafforzare il rispetto delle regole, promuovere il consolidamento di valori comuni.

Da una formazione adeguata dipende la possibilità per le imprese di fare leva su lavoratori e dirigenti qualificati. Dalla qualità complessiva del sistema dell'istruzione e di quello della formazione dipende la possibilità di accelerare l'inserimento nel mercato del lavoro e di favorire il miglioramento delle conoscenze lungo l'intera vita lavorativa. In Italia oltre 3 milioni di giovani tra i 15 e 34 anni non sono occupati, né impegnati nel percorso di istruzione o in attività formative; si tratta di quasi un quarto del totale, la quota più elevata tra i paesi dell'Unione europea (fig. 9). Se ne deve tener conto nel ridefinire le priorità per lo sviluppo economico e sociale e nel dirigere l'impegno verso la costruzione di una economia davvero basata sulla conoscenza, il principale strumento a disposizione di un paese avanzato per consolidare e accrescere i livelli di benessere.

## *Il ruolo dell'intervento pubblico per il rilancio dello sviluppo*

Nelle economie moderne lo Stato svolge ruoli che vanno ben oltre quelli minimi dell'ordine pubblico, della difesa e dell'amministrazione della giustizia. In risposta ai "fallimenti del mercato" o per finalità di equità sociale, lo Stato regola l'attività economica privata; produce direttamente o finanzia servizi fondamentali come l'istruzione e la sanità; provvede alla realizzazione delle infrastrutture e sostiene le attività di ricerca e innovazione; definisce e gestisce il sistema di protezione sociale. Attraverso il bilancio pubblico lo Stato svolge una funzione di stabilizzazione macroeconomica.

Prima della pandemia la spesa pubblica al netto degli interessi ammontava in Italia al 45 per cento del PIL. L'efficienza nell'uso di risorse così ingenti e la capacità di reperirle con gli strumenti meno distorsivi contribuiscono a determinare il potenziale di crescita del Paese. Sono ampi i margini di miglioramento: nella qualità delle infrastrutture e dei servizi pubblici; nella distribuzione del prelievo fiscale, resa iniqua da ampi fenomeni di evasione ed elusione; nell'efficacia della rete di protezione sociale, frammentata dalla stratificazione degli interventi normativi.

La grave recessione generata dalla pandemia ha ridato centralità all'azione dello Stato sia negli interventi di emergenza a favore di famiglie e imprese, sia nel disegno e nell'attuazione di una strategia per la ripresa e il rilancio dello sviluppo. L'ampiezza della risposta alla crisi ha rinnovato il dibattito sul ruolo del settore pubblico nell'economia.

Non bisogna però confondere la necessità di uno Stato più efficace nello svolgere le funzioni che già ora gli sono affidate con quella di estenderne i compiti. L'esperienza storica suggerisce che la produzione pubblica di beni e di servizi di mercato porta con sé rischi non trascurabili di "fallimento dello Stato", soprattutto se l'impresa pubblica viene sottratta alla disciplina dei meccanismi concorrenziali o se non è accompagnata da regole e presidi istituzionali che ne garantiscano responsabilità e autonomia di gestione.

È fuorviante la contrapposizione tra Stato e mercato, che sono invece complementari. Un'economia sana ha bisogno di entrambi: di buone regole, servizi pubblici di qualità e interventi in aree in cui i rendimenti sociali sono alti ma l'attività privata è insufficiente, così come di imprese dinamiche e innovative, in grado di valorizzare il lavoro ed essere premiate per la qualità della loro produzione. Questa complementarità non si limita allo Stato e al mercato; abbraccia anche le molte organizzazioni che nel mondo contemporaneo, e sempre più nel nostro paese, agiscono senza fini di lucro, spesso grazie al lavoro volontario, per il perseguimento del benessere collettivo.

Il programma NGEU ci offre la possibilità di migliorare il funzionamento dell'apparato pubblico e di stimolare l'iniziativa privata, di modernizzare l'economia. Senza eccesso di enfasi, si può concordare con la tesi che dal successo delle riforme e degli interventi del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) che dà attuazione al programma nel nostro paese dipenderanno le opportunità che l'Italia potrà offrire alle nuove generazioni.

L'analisi delle debolezze strutturali del nostro sistema economico e istituzionale contenuta nel Piano è ampiamente condivisa. Gli obiettivi e le missioni in cui è articolato affrontano le sfide poste dal cambiamento climatico e alcuni dei più evidenti ritardi del Paese: l'innovazione, la digitalizzazione, l'istruzione e la ricerca, le infrastrutture di rete e di trasporto (fig. 10). Si prevedono misure per rafforzare le politiche del lavoro, il sistema di protezione sociale e quello sanitario.

Il PNRR include interventi per oltre 235 miliardi lungo un arco di sei anni: un piano imponente, da tradurre rapidamente in progetti esecutivi, gare di appalto e opere pubbliche. La sfida progettuale e l'impegno necessario per la sua concreta realizzazione sono notevoli. L'erogazione dei fondi europei è subordinata alla disponibilità di evidenze sullo stato di avanzamento degli interventi e sugli obiettivi raggiunti, frutto di un monitoraggio continuo. La disciplina così imposta alle amministrazioni, accompagnata dall'assunzione di personale specializzato, potrà avere ricadute positive e durature sul loro funzionamento e sulle capacità progettuali e operative.

L'agenda delle riforme è altrettanto vasta, da realizzare anch'essa secondo un calendario serrato. Si individuano interventi per migliorare il funzionamento delle amministrazioni pubbliche, ridurre i tempi della giustizia e la complessità del quadro normativo, rimuovere le limitazioni alla concorrenza: tutte aree in cui da tempo è evidente la necessità di un cambio di passo. A questi si aggiungono le riforme annunciate del sistema fiscale e degli ammortizzatori sociali che, pur se non incluse nel Piano, completano il quadro delle materie su cui il Governo intende intervenire. Serviranno coesione e consapevolezza da parte di tutti – politica, istituzioni, parti sociali, cittadini – della assoluta necessità di far fronte nel tempo agli impegni assunti.

La riduzione dei divari territoriali nello sviluppo economico e sociale, oggi ancora più profondi dopo un decennio di stagnazione, costituisce una priorità cruciale del Piano. I benefici degli investimenti e delle riforme potranno essere particolarmente elevati laddove è minore l'accessibilità alle infrastrutture e sono meno soddisfacenti la qualità dei servizi pubblici e il dinamismo dell'iniziativa privata. Agli oltre 80 miliardi che il piano destina all'ammodernamento e allo sviluppo delle regioni meridionali si aggiungeranno gli stanziamenti del Fondo per lo sviluppo e la coesione,

dei fondi strutturali europei e di altri programmi, per un totale di oltre 200 miliardi tra il 2021 e il 2030.

Al di là delle diverse visioni sul ruolo di Stato, Regioni ed enti locali nel dar corso agli interventi, bisogna trovare soluzioni valide per assicurare che questi siano efficaci. Vanno tenuti sotto osservazione costante progettazione, esecuzione e risultati, definendo precise responsabilità di intervento per ovviare a insufficienze e ritardi ed evitando così di ripetere gli errori del passato, quando le risorse disponibili non hanno sempre trovato pieno e adeguato utilizzo.

Il Paese sarà chiamato a un impegno duraturo anche oltre l'orizzonte del programma NGEU, per dare concreta attuazione alle riforme. Alcuni servizi, come sanità, assistenza, istruzione, giustizia e ricerca, potranno richiedere un maggiore impiego ordinario di risorse. Almeno in parte sarà possibile farvi fronte con una ricomposizione del bilancio pubblico e con le maggiori entrate attese da una crescita più elevata. Bisogna essere tuttavia consapevoli che quanto più si chiede allo Stato tanto maggiore deve essere la disponibilità a sostenerne i costi: abbiamo già compiuto in passato l'errore di affidare al debito il compito di finanziare aumenti strutturali della spesa pubblica. All'annunciata riforma fiscale dovrà affiancarsi un rinnovato impegno nell'azione di contrasto all'evasione; nonostante i progressi registrati negli ultimi anni, le dimensioni del fenomeno continuano a danneggiare la nostra economia.

Gli effetti macroeconomici del Piano dipenderanno non solo dalle risorse impiegate ma anche dalla qualità degli interventi, dall'efficienza con cui saranno realizzati, dalla loro capacità, insieme con le riforme che li accompagneranno, di creare un ambiente favorevole all'iniziativa privata e di incidere sulle decisioni di investimento delle imprese. Anche se una valutazione complessiva presenta ovvie complessità, alcuni semplici esercizi di cui si dà conto nel testo della Relazione annuale ne mettono in luce significative potenzialità.

L'impatto degli effetti di domanda, tenuto conto dello stimolo all'accumulazione privata attivato dalle complementarità con il capitale pubblico, potrà portare a un aumento del livello del PIL tra i 3 e i 4 punti percentuali entro il 2026. Significativi effetti aggiuntivi, fino a 6 punti in un decennio, potranno derivare dalle riforme e dai piani di incentivo alla ricerca e all'innovazione. Nel complesso, un piano efficacemente eseguito, nella realizzazione degli investimenti come nell'attuazione delle riforme, potrebbe elevare la crescita potenziale annua dell'economia italiana di poco meno di un punto percentuale nella media del prossimo decennio, consentendo di tornare a tassi di incremento del prodotto che la nostra economia non consegue da anni.

L'importanza di assicurare che il PNRR favorisca stabilmente l'accumulazione, l'occupazione e la produttività è accresciuta dalla riduzione della popolazione in età da lavoro attesa nei prossimi venti anni;



per contrastarne l'impatto sfavorevole serviranno, oltre a un riassorbimento della disoccupazione, l'innalzamento della partecipazione al mercato del lavoro delle donne e dei giovani, ancora di 13 e 14 punti percentuali inferiore a quella media europea, e un progressivo allungamento della vita lavorativa coerente con la legislazione vigente. Un contributo potrà venire dai meccanismi che premiano le imprese che assumono i giovani e le donne e dalle risorse dedicate a potenziare i servizi per l'infanzia. Andrà inoltre interrotta la fase di stagnazione della produttività che da così tanto tempo frena lo sviluppo dell'economia.

Alla fine di quest'anno il rapporto tra debito pubblico e prodotto sarà prossimo al 160 per cento, un livello raggiunto in Italia solo all'uscita dal primo conflitto mondiale, di quasi 60 punti superiore a quello medio dell'area dell'euro. L'alto debito costituisce un'intrinseca fragilità: espone l'Italia al rischio di shock finanziari, crea un'incertezza di fondo che si riflette sugli oneri di finanziamento e scoraggia l'investimento privato. Anche per questo le risorse europee dovranno dare frutti importanti e duraturi.

Grazie a una vita media di oltre sette anni, il costo di finanziamento del debito pubblico beneficerà a lungo dei livelli eccezionalmente bassi registrati dai tassi di interesse negli ultimi anni. Anche con un ritmo di espansione dell'economia prossimo a quello del decennio che ha preceduto la crisi finanziaria il differenziale tra crescita e onere medio resterebbe positivo per diversi anni. In queste condizioni, un progressivo miglioramento dei saldi di bilancio, tale da ritornare a un avanzo primario poco sopra l'un per cento del PIL, consentirebbe di ricondurre il rapporto tra debito e prodotto sui livelli del 2019 nell'arco di un decennio. Una crescita più sostenuta è nelle nostre possibilità e permetterebbe di accelerare il processo di riduzione del peso del debito.

## *Le banche e il sistema finanziario*

Il rafforzamento dei bilanci delle banche italiane è proseguito nel 2020. Negli ultimi cinque anni il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*CET1 ratio*) è salito di oltre 3 punti percentuali, al 15,5 per cento; l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti, al netto delle rettifiche di valore, è scesa al 2,2 per cento, 7,6 punti al di sotto del picco del 2015. Per i maggiori gruppi, classificati come significativi ai fini della vigilanza unica, la distanza dalla media degli altri paesi per patrimonializzazione e qualità dei prestiti si è sostanzialmente annullata (fig. 11).

L'emersione delle insolvenze generate dagli effetti della crisi sanitaria sull'economia è stata finora rallentata dagli interventi – sospensione dei pagamenti e prestiti garantiti dallo Stato – introdotti dal marzo dello scorso anno e prorogati fino alla fine del 2021 con il decreto da poco emanato

dal Governo. Dall'ultimo trimestre del 2020, tuttavia, i nuovi crediti deteriorati stanno aumentando, seppur lievemente; potrebbero continuare a crescere nei prossimi mesi, anche se meno che nei precedenti episodi di crisi. Un segnale in questa direzione proviene dall'incremento, in media, di quasi un terzo della consistenza delle rettifiche di valore sui finanziamenti *in bonis*, che riflette il peggioramento del rischio di credito; questo incremento è tuttavia associato a notevoli differenze tra le banche nella classificazione e valutazione dei prestiti. Dove non giustificabili sulla base di una attenta analisi del merito di credito delle singole posizioni, queste differenze andranno colmate nei prossimi mesi; tutti gli intermediari devono adottare politiche improntate alla prudenza.

La proroga delle moratorie accrescerà la differenza con gli altri paesi europei riguardo all'intensità di utilizzo di questo tipo di misure, che se da un lato possono produrre benefici per i debitori, dall'altro rendono meno trasparenti i bilanci bancari. È quindi necessario che le banche utilizzino tutte le informazioni a loro disposizione per classificare correttamente i finanziamenti oggetto di moratoria, facendo emergere in modo tempestivo e prudente le perdite, anche per evitare potenziali dubbi degli investitori sull'effettiva qualità dei loro portafogli di prestiti.

Gli intermediari possono utilizzare il patrimonio in eccesso per adeguare classificazioni e rettifiche: alla fine dello scorso anno il coefficiente relativo al capitale di migliore qualità superava in media di oltre 6 punti percentuali i minimi attualmente richiesti a vario titolo dalle autorità di vigilanza. Queste risorse possono anche essere indirizzate a sostenere imprese in difficoltà ma con concrete possibilità di tornare a onorare regolarmente i propri debiti; la loro identificazione è compito non semplice, ma fondamentale in questa fase congiunturale. La quota dei finanziamenti oggetto di ristrutturazione, pari al 3 per cento a fine 2020, è verosimilmente destinata ad aumentare.

Lo scorso anno il rendimento del capitale e delle riserve è sceso di 3 punti percentuali, all'1,9 per cento, risentendo soprattutto della crescita delle rettifiche. I bassi tassi di interesse, i costi elevati e la più intensa concorrenza alimentata dall'applicazione delle tecnologie digitali all'offerta di servizi finanziari comprimono la redditività. La raccomandazione sulla distribuzione dei dividendi, unita al serrato dialogo tra le banche e l'autorità di vigilanza, ha fatto sì che buona parte degli utili del 2019 e del 2020 contribuisse al rafforzamento patrimoniale. Riorganizzare i processi produttivi e distributivi per migliorare l'offerta e ridurre i costi era una priorità prima dello scoppio della pandemia, diviene ora una condizione necessaria.

Diversi intermediari, per la maggior parte di piccole dimensioni e con un'operatività tradizionale, presentano debolezze strutturali; in taluni casi esse sono dovute a un governo societario non adeguato e alla debolezza dei controlli interni, in altri alla ridotta capacità di accedere ai mercati dei

capitali, di innovare e di sfruttare economie di scala e di diversificazione. È urgente che queste banche rivedano i propri modelli di attività. La stipula di accordi commerciali con altri operatori, la creazione di consorzi e, non ultime, operazioni di aggregazione sono possibili azioni da intraprendere subito per sostenere la redditività. Eventuali crisi di singoli intermediari saranno gestite cercando di assicurare un'uscita dal mercato il più possibile ordinata, pur con le difficoltà connesse con le rigidità e l'incompletezza del quadro regolamentare europeo in materia di dissesto di banche di media e piccola dimensione.

La necessità, imposta dalla pandemia, di ridurre l'interazione personale con la clientela ha favorito un'accelerazione nella diffusione delle nuove tecnologie. Nel 2020 sono cresciuti i bonifici online, le transazioni con carta via internet, i pagamenti elettronici, la quota di banche che consente alla clientela di gestire le richieste di finanziamento da remoto. Tuttavia gli investimenti in tecnologie informatiche rimangono bassi. Il processo di rinnovamento delle infrastrutture va accelerato adeguando al tempo stesso competenze e assetti organizzativi. Le banche che nel recente passato hanno maggiormente investito nelle tecnologie per la valutazione del rischio di credito sono state quelle che dallo scoppio della pandemia più hanno aumentato i finanziamenti alle imprese.

Le nuove tecnologie stanno rivoluzionando l'intera catena del valore dell'industria finanziaria, ben oltre il perimetro del sistema bancario, con innovazioni che possono portare a una migliore misurazione e gestione dei rischi, ad ampliare la platea dei potenziali clienti e a conseguire significative riduzioni dei costi. Prevedere quale sarà la nuova configurazione del mercato non è possibile, ma è certo che anche nell'intermediazione del credito e nella gestione del risparmio il nuovo equilibrio sarà diverso da quello attuale; chi non saprà prepararsi in anticipo al cambiamento e non si adatterà con prontezza sarà destinato a perdere rapidamente terreno.

Start-up innovative (Fintech), grandi imprese tecnologiche (Big Tech), società che operano nella grande distribuzione così come nella fornitura di servizi quali elettricità e telecomunicazioni offrono oggi, con benefici per i loro clienti, anche servizi finanziari. La concorrenza è particolarmente elevata nel settore dei pagamenti, dove l'innovazione è stata favorita dalla regolamentazione europea che rende ora possibile l'offerta di servizi innovativi basati sull'accesso di "terze parti", previo consenso, ai conti della clientela (l'*open banking*). Circa la metà degli investimenti in innovazione tecnologica programmati per il prossimo biennio da banche e intermediari non bancari risulta essere destinata a progetti di questo tipo. Si tratta di sviluppi guidati, più che dai margini conseguibili sui pagamenti, dall'enorme

mole di informazioni in essi contenuta, che può contribuire a migliorare servizi tradizionali e a produrne di nuovi, quali quelli rivolti alle piccole e medie imprese per ottimizzare la gestione della liquidità e dei flussi di pagamento.

L'innovazione tecnologica è anche destinata a modificare l'offerta di finanziamenti. Si va diffondendo l'utilizzo di tecniche avanzate di valutazione del merito di credito che ricorrono a una molteplicità di dati, anche non strutturati. Valutazioni basate su algoritmi non possono sostituire completamente il giudizio formulato dagli analisti; aggiungendosi alle informazioni qualitative raccolte dagli intermediari, ne costituiranno però un complemento sempre più importante, in particolare per specifiche nicchie di mercato.

Non vanno allo stesso tempo trascurati i rischi di natura cibernetica che la rivoluzione digitale comporta. Attività malevole e azioni criminali, in aumento, possono insidiare la sicurezza dei sistemi informatici e apportare danni economici agli intermediari e alla clientela. Assumono inoltre rilievo rischi operativi quali quelli connessi con il crescente ricorso all'esternalizzazione, spesso presso pochi operatori non soggetti a vigilanza, di fasi rilevanti di processi produttivi, il cui malfunzionamento può assumere rilevanza sistemica. Né va sottovalutato il pericolo di frodi, di comportamenti discriminatori, di un uso improprio dei dati personali generato da applicazioni che si avvalgono di *big data* e dell'intelligenza artificiale.

Per fare fronte a questi rischi le autorità di controllo sono impegnate a definire regole e procedure non per frenare i cambiamenti in atto, ma per fare in modo che l'innovazione non costituisca una fonte di instabilità o di esclusione finanziaria. Il presidio dei rischi cibernetici richiede la collaborazione delle autorità e degli operatori; nelle sedi di cooperazione si realizzano lo scambio tempestivo e l'analisi delle informazioni sulle principali minacce e si definiscono le iniziative di sensibilizzazione su tale tipologia di rischi.

Anche la transizione verso una economia sostenibile è destinata a produrre significativi cambiamenti nell'industria finanziaria. Essa offre agli intermediari l'opportunità di migliorare i profili reddituali contribuendo, allo stesso tempo, agli obiettivi di riduzione delle emissioni. Il finanziamento di progetti ecosostenibili e l'emissione di *green bonds*, ad esempio, possono consentire un aumento dei ricavi e, in prospettiva, una riduzione del costo della provvista. Le banche potranno inoltre beneficiare dello sviluppo di servizi di consulenza per le imprese che intendono raccogliere fondi per iniziative con un impatto ambientale positivo e del collocamento di prodotti di risparmio gestito orientati a questo segmento di mercato.

Anche in questo caso gli intermediari devono essere preparati a gestire l'effetto che la transizione avrà sui rischi, in particolare quello creditizio. Le imprese che non sapranno adattare prodotti e processi produttivi nella direzione della sostenibilità ambientale avranno sempre più difficoltà a rimanere sul mercato. Si sta attivamente lavorando, anche in ambito internazionale, per favorire lo sviluppo e l'adozione di procedure e metodologie che consentano alle banche di misurare e gestire correttamente i rischi finanziari indotti dal cambiamento climatico.

In Italia lo sviluppo dei mercati e l'ampliamento delle fonti di finanziamento delle imprese beneficerebbero di un ruolo più attivo degli investitori istituzionali nell'intermediazione del risparmio. Alla fine dello scorso anno le attività finanziarie delle famiglie affidate ad assicurazioni, fondi comuni e fondi pensione erano complessivamente pari al 35 per cento del totale, a fronte del 41 nella media dell'area dell'euro (fig. 12); la quota di attività gestite investita direttamente in titoli emessi da imprese era pari a circa un quarto, contro una media pari a oltre la metà. Anche se nell'ultimo decennio sono state adottate numerose misure, regolamentari e di natura fiscale, per indirizzare una quota maggiore dell'ingente risparmio finanziario verso le piccole e medie imprese, i risultati conseguiti sono stati modesti, riflettendo in buona parte la scarsità delle emissioni.

È comunque auspicabile che prosegua lo sviluppo dei fondi specializzati in titoli non quotati e dei fondi di credito, che consentono agli investitori di ridurre i rischi derivanti dalla detenzione di attività poco liquide. Nel 2020 il patrimonio dei fondi chiusi mobiliari, pur di entità ancora limitata nel confronto internazionale, è cresciuto del 12 per cento, con una raccolta concentrata nei fondi di private equity e in quelli specializzati nell'erogazione diretta di finanziamenti e nell'acquisto di crediti originati da altri intermediari. Da febbraio dello scorso anno abbiamo avviato le autorizzazioni per la costituzione di fondi che rispettano i requisiti previsti dalla normativa sui "piani individuali di risparmio alternativi", finalizzata ad accrescere l'afflusso di risorse verso le società non quotate.

Alla fine di aprile si è completato il processo di acquisizione del gruppo Borsa Italiana da parte di Euronext, cui fanno capo diversi mercati mobiliari europei. L'inserimento, con un peso rilevante, delle società italiane in un gruppo di matrice federata europea costituisce l'occasione per la nostra piazza finanziaria di rafforzare lo sviluppo dei servizi offerti a emittenti, intermediari e risparmiatori, contribuendo anche in tal modo da accrescere la dimensione europea del mercato dei capitali.

## *L'azione della Banca d'Italia e la Presidenza del G20*

La pandemia ha influenzato profondamente le modalità di lavoro anche nel nostro Istituto. Per fronteggiare l'emergenza abbiamo adottato misure straordinarie con l'obiettivo di tutelare la salute delle persone e assicurare lo svolgimento delle attività istituzionali al servizio della collettività, in linea con i provvedimenti assunti dal Governo. Il ricorso al lavoro a distanza è stato intenso: nel 2020 il personale che ha lavorato da remoto è stato mediamente pari a quasi il 60 per cento del totale, superando il 90 tra la metà di marzo e la fine di aprile; nel 2019 era stato il 4 per cento.

Un cambiamento così repentino è stato reso possibile dai continui investimenti in infrastrutture informatiche, dalla digitalizzazione dei processi, dall'adozione di strumenti e sistemi atti a garantire la continuità operativa. Massimo è stato soprattutto l'impegno delle donne e degli uomini che in Banca d'Italia operano, con competenza, integrità e capacità di adattamento, al servizio della collettività. I compiti svolti necessariamente in presenza – connessi principalmente con la produzione e la distribuzione delle banconote, le aste di collocamento dei titoli di Stato, altri servizi per il pubblico e di supporto logistico, nonché con l'attività ispettiva – sono stati rimodulati per essere svolti in sicurezza, adottando protocolli sanitari e misure di prevenzione e protezione aggiuntive.

Come in tutte le organizzazioni, anche in Banca d'Italia oggi ci si interroga su come mettere a frutto la lezione della crisi. Il lavoro agile, caratterizzato dall'assenza di rigidi vincoli orari o spaziali, può contribuire a rendere più efficace l'azione istituzionale e più efficiente e resiliente la macchina organizzativa; consente una migliore conciliazione dei tempi di vita e di lavoro. Vanno ora consolidati i progressi fatti in termini di flessibilità e adattabilità, attenuando i rischi che derivano da un'attività più frammentata, da una possibile riduzione degli scambi informativi, delle dinamiche relazionali e delle occasioni di formazione e di arricchimento professionale che nascono dalle interazioni sul posto di lavoro.

Farò in quanto segue un breve cenno ad alcune iniziative della Banca d'Italia nel campo della sostenibilità ambientale e dell'innovazione tecnologica. Sul complesso delle attività svolte in questo difficile anno rinvio al dettaglio di informazioni, incluse quelle sulle riforme organizzative apportate alle strutture dell'Istituto, contenute nella pubblicazione di fine marzo su *Il bilancio della Banca d'Italia* e nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia*, che diffondiamo oggi insieme con la *Relazione annuale*.

Prosegue l'impegno in materia ambientale con numerose iniziative sui fronti dell'efficienza energetica, dell'uso delle fonti rinnovabili e di prodotti e mobilità sostenibili. Tra il 2010 e il 2019 le emissioni di anidride

carbonica dell'Istituto sono state ridotte di circa il 60 per cento; nel 2020 stimiamo siano calate di quasi il 30 rispetto all'anno precedente, soprattutto per la diminuzione dei viaggi di lavoro, degli spostamenti casa-lavoro e dei consumi di carta. Lo scorso anno abbiamo esteso agli investimenti in mercati azionari extraeuropei e alla gestione delle obbligazioni societarie l'applicazione dei criteri di sostenibilità già adottati per il comparto azionario italiano e dell'area dell'euro; sono stati avviati anche acquisti di *green bonds* di agenzie sovranazionali. Con la *Carta degli investimenti sostenibili*, di prossima pubblicazione, comunicheremo i principi cui si ispirano la gestione degli investimenti finanziari e le linee di azione che continueranno a dare concretezza all'impegno per la sostenibilità.

Oltre a proseguire nelle attività innovative volte a innalzare l'efficacia delle nostre funzioni, siamo impegnati a sostenere l'adozione delle tecnologie digitali da parte degli operatori del sistema finanziario. Il nostro nuovo centro di innovazione, Milano Hub, ha iniziato a operare con l'obiettivo di promuovere l'evoluzione digitale in ambito finanziario tra istituzioni pubbliche e private e favorire l'attrazione di investimenti e di talenti. La Banca d'Italia, attraverso le proprie competenze, offrirà un sostegno concreto allo studio e allo sviluppo dei progetti proposti dall'industria, dall'accademia e dai centri di ricerca in grado di apportare benefici al sistema finanziario e all'economia del Paese. Verrà in tal modo ampliata l'offerta di strumenti che favoriscono l'innovazione, che già annovera il Canale Fintech attraverso il quale gli operatori possono interagire con l'Istituto su tematiche anche di natura normativa.

In collaborazione con il Ministero dell'Economia e delle finanze siamo impegnati nel coordinamento dei lavori relativi al filone finanziario (*Finance Track*) del G20. Questi lavori muovono oggi dalla consapevolezza che la cooperazione internazionale è essenziale per fornire risposte efficaci a tutte le sfide globali, da quelle associate alla pandemia a quelle connesse con il cambiamento climatico e con la digitalizzazione.

A fronte delle eccezionali difficoltà sperimentate dal mondo durante la pandemia, sotto l'impulso della Presidenza italiana il G20 ha istituito un *panel* di esperti indipendenti e di alto profilo con il compito di identificare le lacune nel sistema di finanziamento della prevenzione, della sorveglianza e della risposta alle pandemie. Proposte concrete per colmarle saranno avanzate in un quadro di cooperazione tra gli Stati, l'Organizzazione Mondiale della Sanità e gli altri organismi internazionali.

Per quanto riguarda il cambiamento climatico, il *Finance Track* mira, tra l'altro, a conseguire un maggiore allineamento dei prestiti e dei

trasferimenti delle istituzioni finanziarie internazionali con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi del 2015; a migliorare quantità, qualità e confrontabilità delle informazioni sui rischi climatici connessi con l'attività delle imprese; ad accrescere quelle a disposizione delle autorità di controllo e degli investitori sull'esposizione degli intermediari agli stessi rischi. La Conferenza sul clima organizzata dalla Presidenza italiana il prossimo 11 luglio a Venezia rappresenterà un momento importante per la discussione di queste tematiche, anche in vista della "Conferenza delle parti" delle Nazioni Unite (COP26), presieduta dal Regno Unito in partenariato con l'Italia, che si terrà a Glasgow a fine novembre. Nell'ambito delle proposte sotto l'egida del G20, abbiamo inoltre lanciato nei giorni scorsi, insieme con la Banca dei regolamenti internazionali, una gara internazionale (TechSprint) volta a individuare i più promettenti progetti di tecnologia applicata alla finanza sostenibile.

Con riferimento ai pagamenti transnazionali è stata predisposta una tabella di marcia per il loro sviluppo, con l'obiettivo di renderli meno costosi e più veloci, trasparenti e inclusivi. Il percorso prevede la definizione di obiettivi quantitativi a livello globale sulle modalità di ampliamento dei collegamenti tra sistemi di pagamento locali, sull'attenuazione di frizioni regolamentari e operative e sulle tecnologie innovative. Rientrano in tale ambito l'analisi delle implicazioni normative e di vigilanza concernenti le cosiddette *global stablecoins* e approfondimenti sull'uso di valute digitali e la loro possibile emissione da parte delle banche centrali.

A questo riguardo la Banca d'Italia è impegnata nell'Eurosistema nelle attività di analisi e sperimentazione di possibili soluzioni per l'introduzione di un euro digitale. È uno sviluppo, questo, da definire con cura tanto nei tempi quanto nelle modalità, anche sulla base delle indicazioni provenienti dalla consultazione pubblica appena conclusa. L'utilizzo della piattaforma TIPS predisposta dalla Banca per conto dell'Eurosistema per il regolamento dei pagamenti istantanei nell'area dell'euro potrebbe costituirne un fondamentale elemento.

I lavori del G20 sui pagamenti transnazionali intersecano quelli sull'inclusione finanziaria, ambito nel quale la Banca è particolarmente attiva come co-presidente della Global Partnership for Financial Inclusion. Le analisi in corso mirano a individuare le migliori pratiche in materia di protezione del consumatore ed educazione finanziaria e digitale per il contenimento dei rischi, emersi durante la pandemia, di una digitalizzazione dei servizi finanziari poco inclusiva.

\* \* \*



L'intensità e la rapidità con cui la pandemia ha colpito la popolazione mondiale sono state eccezionali; i costi umani, sociali ed economici sono stati, ancora sono, profondi. Altrettanto rapida e intensa è stata però la risposta di chi opera nelle strutture sanitarie, nella ricerca pubblica e privata, nell'industria farmaceutica. E di ampiezza straordinaria, a tutte le latitudini, sono stati gli interventi dei bilanci pubblici e le misure di politica monetaria. La crisi pandemica non si è tramutata in una crisi finanziaria; non sono mancati gli aiuti umanitari per i paesi più vulnerabili; i governi hanno mirato ad alleviare le sofferenze delle fasce più deboli della popolazione, contrastando l'aumento delle disuguaglianze.

In molti paesi, in particolare in quelli avanzati e anche in Italia, dopo la gravissima caduta dell'attività produttiva e dei redditi dello scorso anno si registrano ora segnali, in alcuni casi importanti, di ripresa congiunturale. Ma i progressi, sul fronte sanitario come su quello economico, sono ancora largamente disuguali. Anche laddove i risultati sono più confortanti occorre continuare a esercitare prudenza. In molti paesi emergenti e in via di sviluppo l'epidemia non rallenta e le campagne di vaccinazione sono in grave ritardo, quando non assenti. Per nessuno, in un mondo fortemente interconnesso, i rischi della pandemia saranno veramente superati finché non lo saranno stati per tutti.

Il coordinamento internazionale e quello delle politiche di bilancio e monetarie restano fondamentali. Nell'Unione europea i governi hanno introdotto interventi anticiclici e sussidi di ampiezza senza precedenti. Il sostegno all'economia andrà mantenuto fino a quando diverrà chiaro il ritorno su una stabile traiettoria di crescita; sarà altresì cruciale a tal fine il successo degli investimenti e delle riforme previsti dai piani associati, nei diversi paesi, all'eccezionale innovazione costituita dal programma NGEU.

Nell'area dell'euro l'orientamento della politica monetaria dovrà restare ampiamente accomodante, nella consapevolezza che siamo ancora lontani da tassi di inflazione congruenti, nel medio periodo, con l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Il mantenimento, per un prolungato periodo di tempo, di favorevoli condizioni di finanziamento dell'economia è necessario per consolidare il miglioramento in corso del clima di fiducia di imprese e famiglie.

In alcuni paesi vi sono previsioni di un'espansione sostenuta dei consumi, dopo il freno dovuto alle misure restrittive dell'attività economica e i timori di contagio. In Italia, ad attese più prudenti da parte delle famiglie si associano piani di investimento delle imprese in sostanziale recupero. Una ripresa robusta della domanda nella seconda metà di quest'anno è quindi possibile.

Ne sono condizione il proseguimento delle favorevoli prospettive connesse con la campagna vaccinale e il buon avvio del PNRR.

Quest'ultimo deve essere parte di uno sforzo collettivo, volto a superare le nostre debolezze strutturali, la specificità di una anemia della crescita economica che dura da oltre due decenni. Se, come ormai abbiamo ben compreso, non esistono soluzioni semplici ai nostri problemi, è oggi che si presenta un'occasione decisiva per intensificare l'impegno. Agli interventi previsti dal Piano e al connesso, articolato, programma di riforme occorre dare massima concretezza; vanno assicurate la sicurezza e la rapidità dell'esecuzione, l'efficacia e la trasparenza degli impegni finanziari. Questi sono certamente di dimensioni eccezionali per la digitalizzazione e l'innovazione, la transizione ecologica e la sostenibilità; sono altrettanto importanti le previsioni per l'istruzione e la ricerca, l'inclusione sociale e la salute; e il perseguimento delle priorità trasversali del riequilibrio dei divari territoriali, del sostegno alle generazioni più giovani e del conseguimento della parità di genere non si esaurirà con il PNRR.

Si tratta di una formidabile sfida. È essenziale che a essa partecipino con convinzione e fiducia imprese e famiglie: non è pensabile un futuro costruito sulla base di sussidi e incentivi pubblici. Ci vorrà tempo per comprendere quali saranno, dopo la pandemia e nella transizione digitale e ambientale, i nuovi "equilibri" di vita sociale e di sviluppo economico; siamo tutti chiamati a far sì che cresca e sia diffuso il benessere, siano adeguatamente protetti coloro che più saranno colpiti, chiari i costi da sopportare e progressivamente ridurre. È certo però che verrà meno lo stimolo, in parte artificiale, che oggi proviene da politiche macroeconomiche straordinarie ed eccezionali.

Cesseranno quindi il blocco dei licenziamenti, le garanzie dello Stato sui prestiti, le moratorie sui debiti. E andrà, gradualmente ma con continuità, ridotto il fardello del debito pubblico sull'economia. Bisogna essere preparati ai cambiamenti di cui abbiamo contezza e pronti per rispondere agli eventi e agli sviluppi inattesi, come dolorosamente ci insegna l'epidemia che ci ha tutti colpito. Come scrisse Alessandro Manzoni a proposito degli eventi connessi con la terribile peste del Seicento: "Spegnerne il lume è un mezzo opportunissimo per non veder la cosa che non piace, ma non per veder quella che si desidera".

Dovrà certamente evolvere il ruolo dello Stato, nell'offerta di servizi per lo sviluppo dell'economia e la salute e sicurezza dei cittadini, nonché nell'azione volta a ridurre le disuguaglianze, accrescere le opportunità, salvaguardare i più deboli; e sempre più la sua azione dovrà essere complementare, non contrapposta, a quella delle imprese che operano nel mercato. Queste dovranno, nel loro stesso interesse, rafforzarsi sul piano dimensionale e su quello patrimoniale; sono necessari investimenti innovativi anche per una

rapida sostituzione del capitale che l'accelerazione della transizione digitale e le necessità di sostenibilità ambientale rendono viepiù obsoleto. Sarà in tal modo possibile offrire nuove opportunità ai giovani che più credono nella loro formazione. Non deve mancare l'impegno delle famiglie: superata questa difficile crisi, la risposta all'eccezionale numero di giovani ai margini del mercato del lavoro non può che risiedere nell'investimento in istruzione, formazione continua, cultura e conoscenza.

Per sostenere gli investimenti occorrerà intermediare con efficacia e con equilibrio l'elevato risparmio finanziario accumulato dalle famiglie. Le banche, l'intero settore finanziario, dovranno rispondere con prontezza e attenzione alle nuove sfide tecnologiche e ambientali. Avremo certamente altre occasioni per discuterne in profondità; mi preme qui sottolineare ancora una volta l'importanza che i cambiamenti avvengano – nel credito come nei pagamenti, nella gestione del risparmio come nei servizi di consulenza – con lungimiranza, in un quadro normativo stabile e chiaro, anche e soprattutto a livello europeo, con decisi progressi, inclusi quelli necessari per la prevenzione e la soluzione delle crisi bancarie.

Dopo la pandemia deve aprirsi una nuova epoca, un'epoca di cooperazione multilaterale intensa, di riduzione delle ingiustizie diffuse, di creazione di nuove opportunità. Non dovrà mancare la partecipazione, responsabile ed equilibrata, dell'Europa. Per rispondere agli effetti economici e sociali della crisi sanitaria, gravi per tutti i paesi e per alcuni gravissimi, sono state assunte decisioni coraggiose, introdotti nuovi strumenti comuni di intervento. È questa la vera forza di un'unione; le premesse per uscire con rinnovata energia, insieme, dalla crisi sono incoraggianti; le aspettative non devono andare deluse.

Abbiamo spesso ricordato che per conseguire pienamente i benefici della moneta unica, per evitare passi indietro, non si può che procedere verso un'unione di bilancio, nella prospettiva di una vera unione politica, di diritti e doveri comuni per tutti i cittadini dell'Unione europea. Bisogna costruire su quanto di buono è stato fatto durante questa emergenza e su quanto di buono era stato immaginato in precedenza – dopo un'altra emergenza – con le proposte per muovere verso una “genuina unione economica e monetaria”. L'Italia ha la responsabilità di mostrare i vantaggi che possono venirne per tutti i paesi.

NGEU e PNRR non sono due sigle dal vago significato, i loro contenuti, programmatici e sostanziali, sono decisivi. Per questo è essenziale spendere bene le risorse straordinarie che il programma ci offre e tutte le altre che saranno disponibili per ridare all'economia una prospettiva stabile di

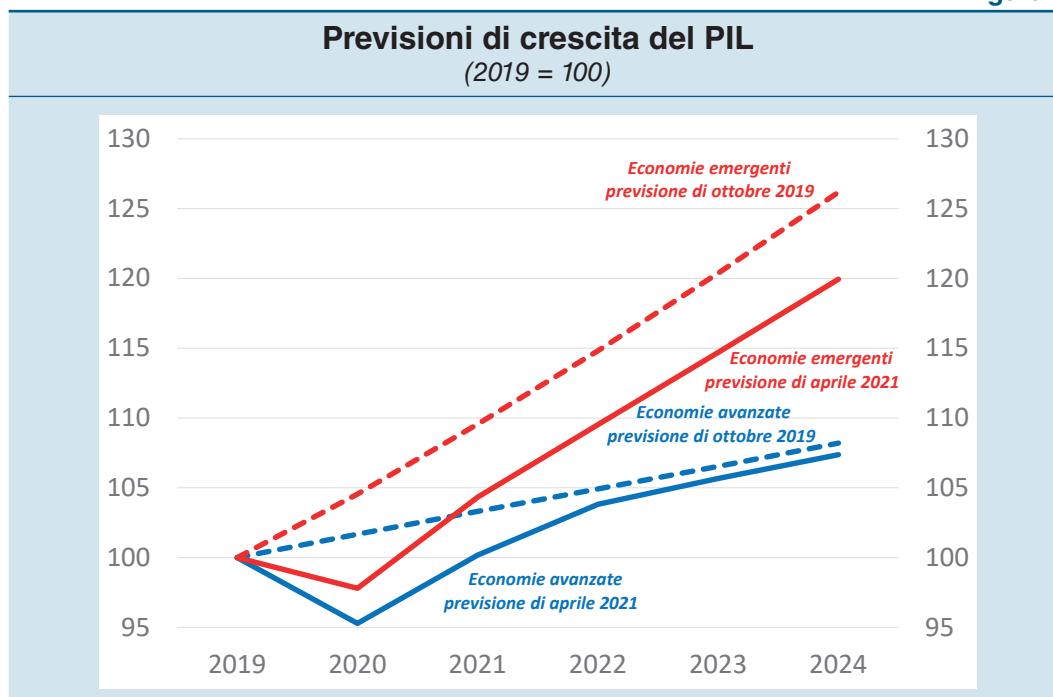
sviluppo. In questo anche consiste la dimostrazione concreta dell'importanza dell'Europa per noi e dell'Italia per l'Europa. Riusciremo allora a cogliere il vero significato del pensiero di Jean Monnet, di un'Europa forgiata nelle crisi e “somma delle soluzioni date a queste crisi”, e dare finalmente un senso all'illuminismo di Gaetano Filangieri, di un'Europa “sede della tranquillità e della ragione”.



**FIGURE**

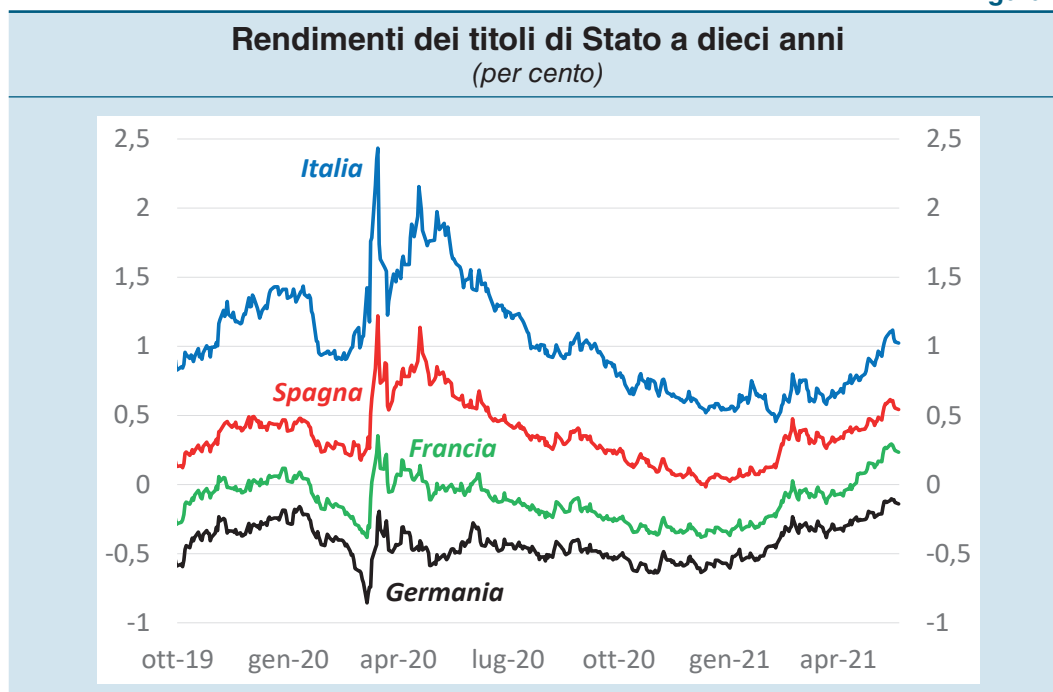


Figura 1



Fonte: Fondo monetario internazionale.

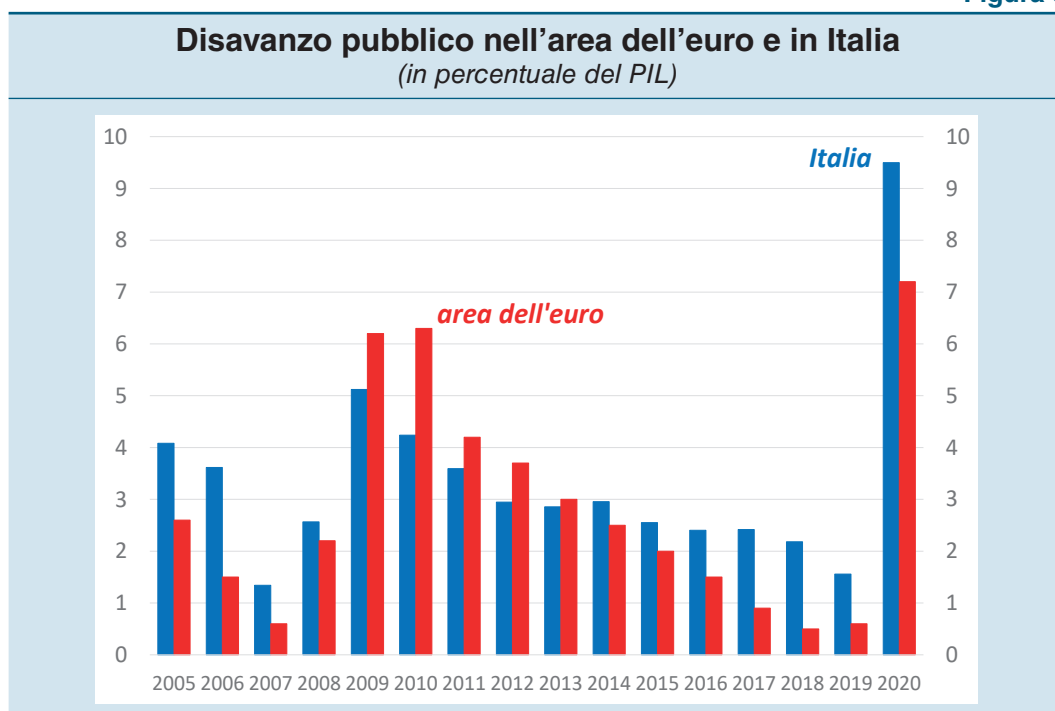
Figura 2



Fonte: Bloomberg.

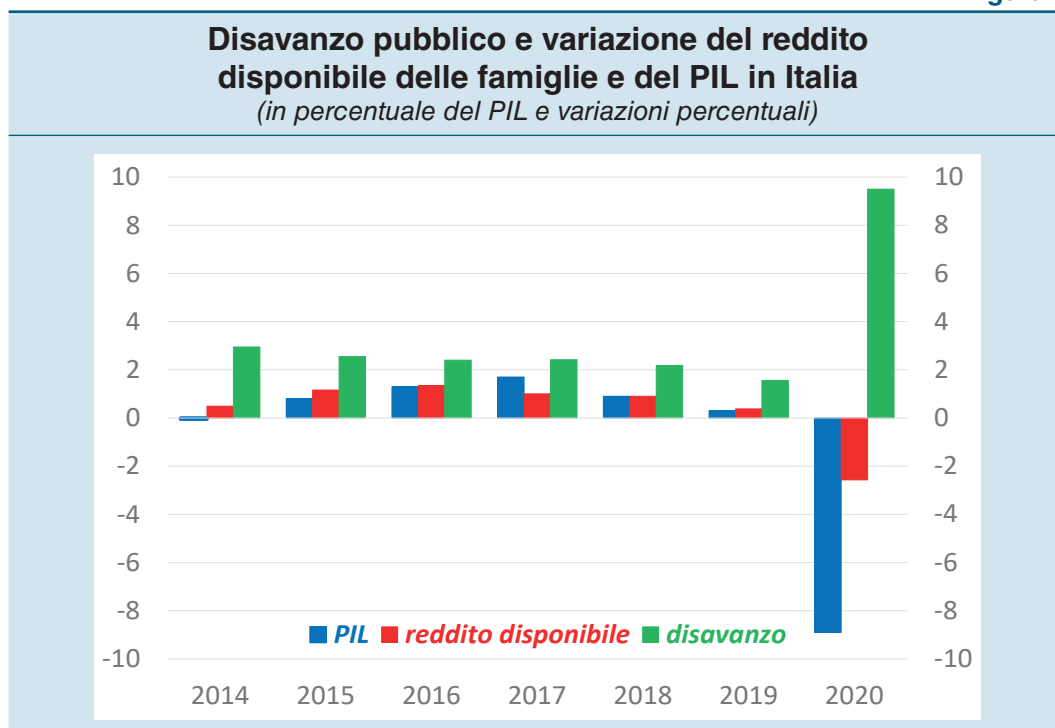


Figura 3



Fonte: Istat e Commissione europea.

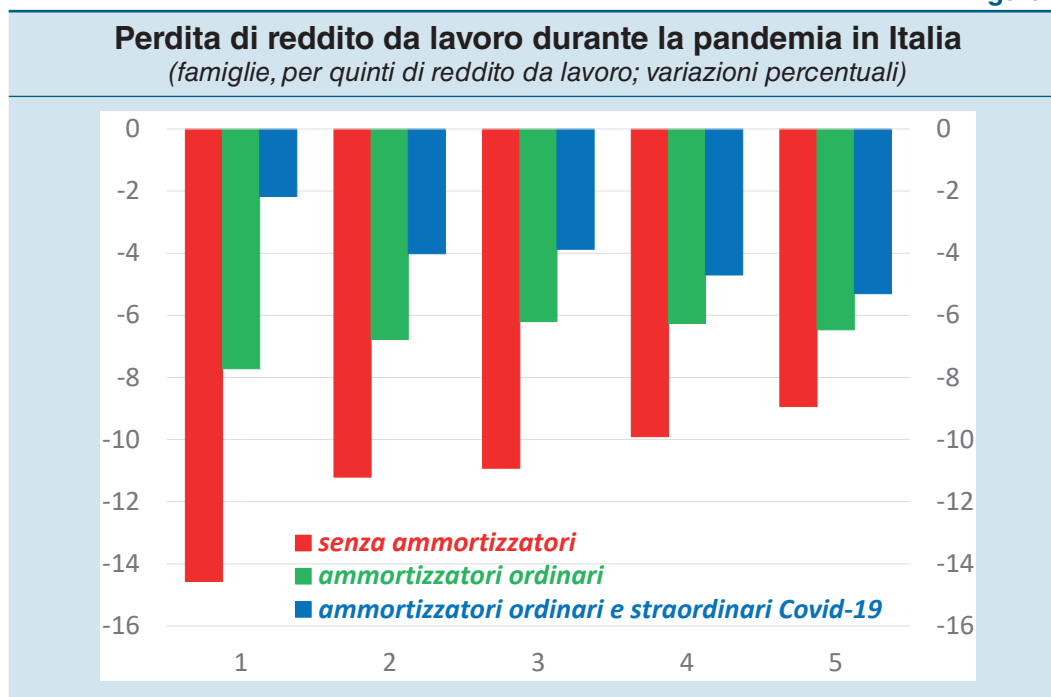
Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nota: variazioni percentuali rispetto all'anno precedente del PIL a valori concatenati e del reddito disponibile in termini reali delle famiglie.

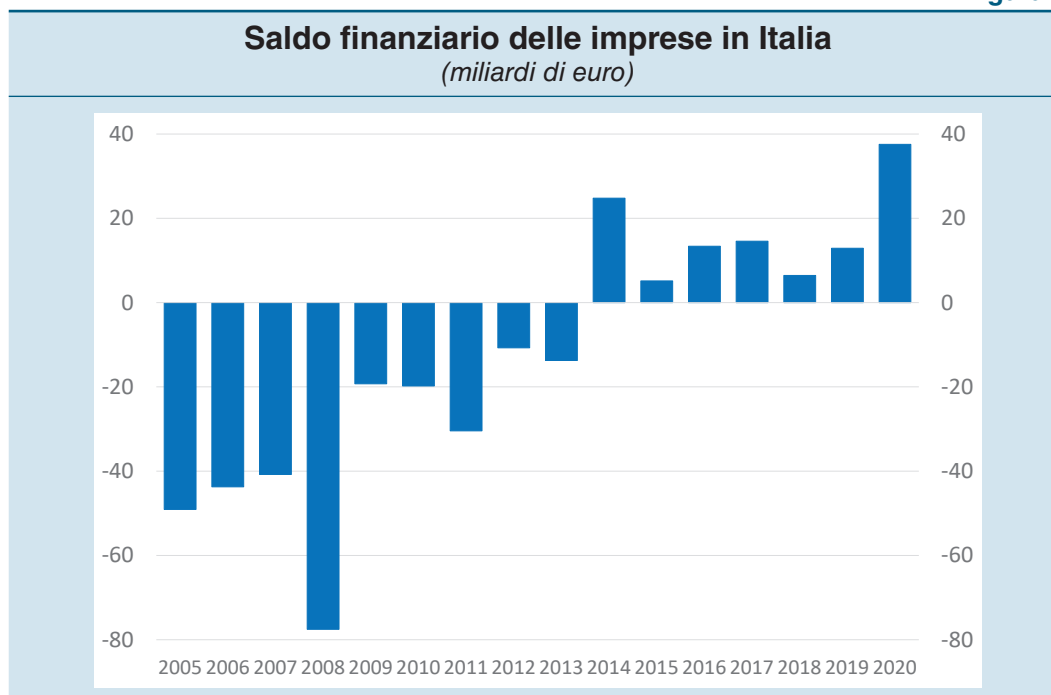
Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*.

Nota: perdite percentuali medie stimate di reddito da lavoro nel primo semestre del 2020 rispetto al quarto trimestre del 2019 per le famiglie con almeno una persona occupata nel periodo iniziale; le famiglie sono distinte per quinti del reddito da lavoro equivalente nel quarto trimestre del 2019.

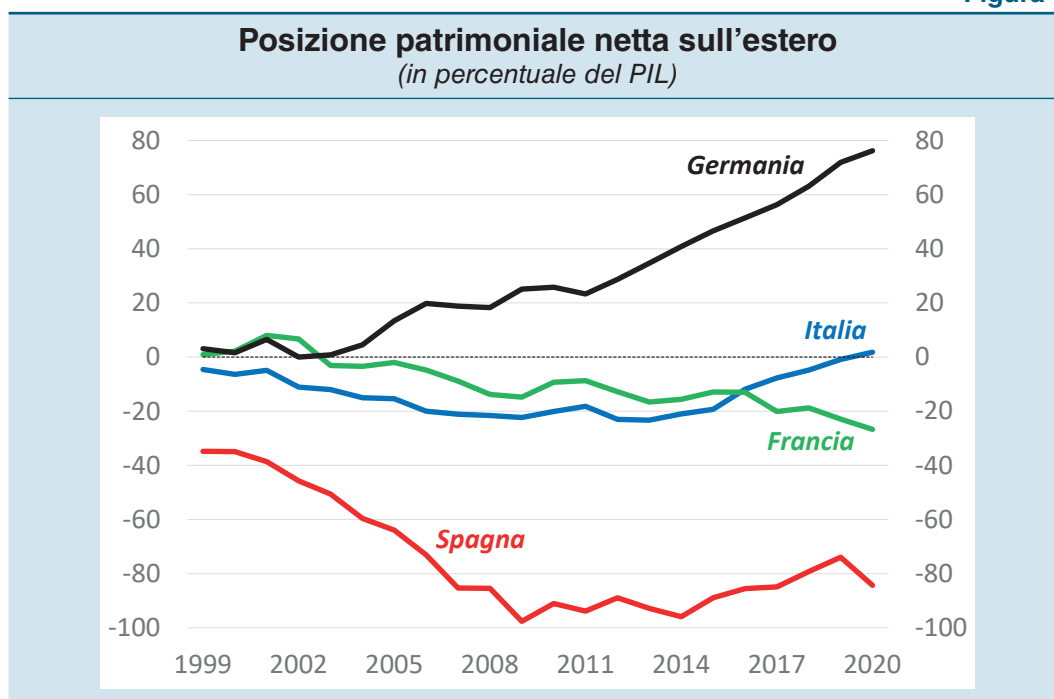
Figura 6



Fonte: Banca d'Italia, *Conti finanziari*.

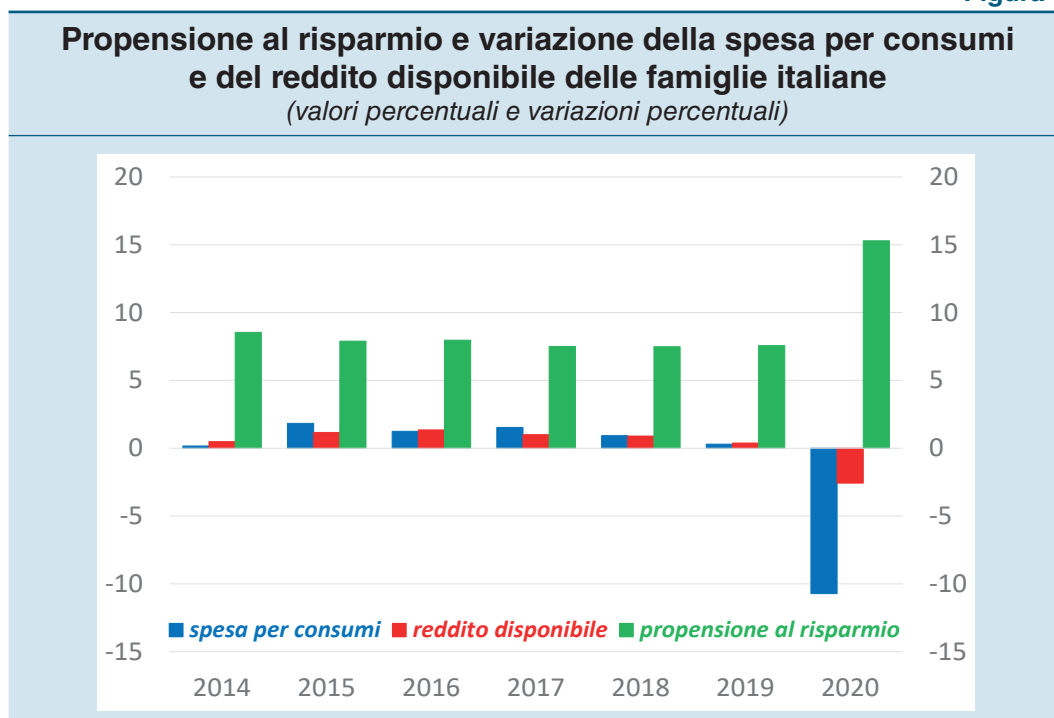
Nota: differenza tra la variazione annuale delle attività finanziarie e quella delle passività finanziarie.

Figura 7



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

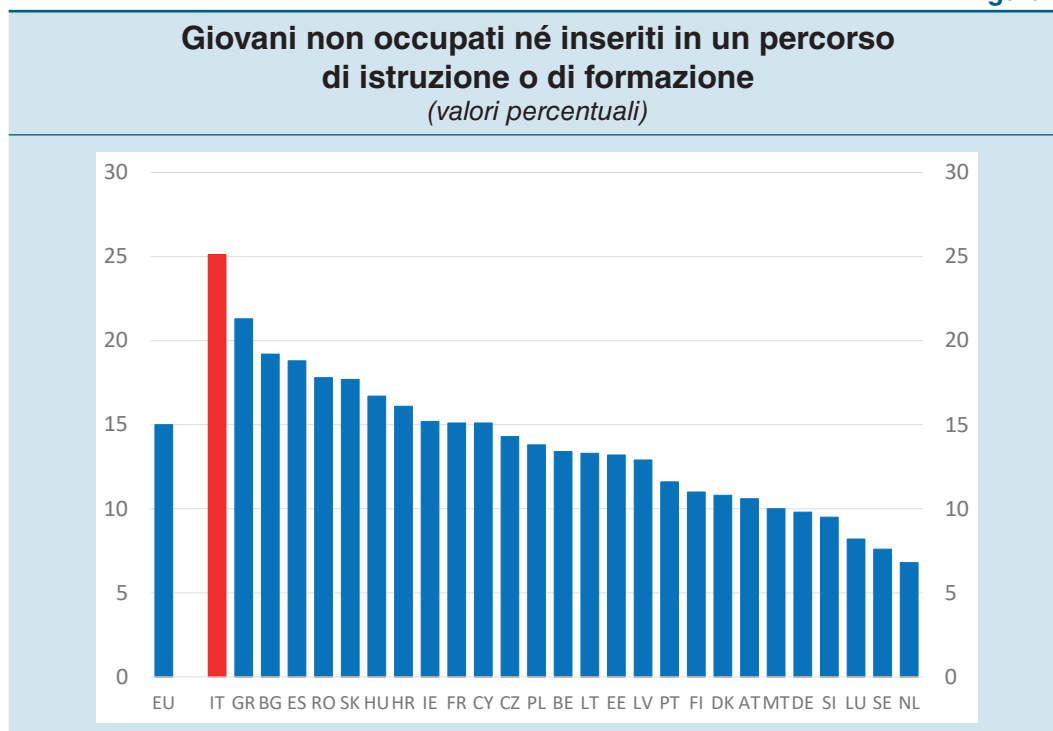
Figura 8



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nota: rapporto tra il risparmio, al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione, e il reddito lordo disponibile; variazioni percentuali rispetto all'anno precedente della spesa per consumi a valori concatenati e del reddito disponibile in termini reali.

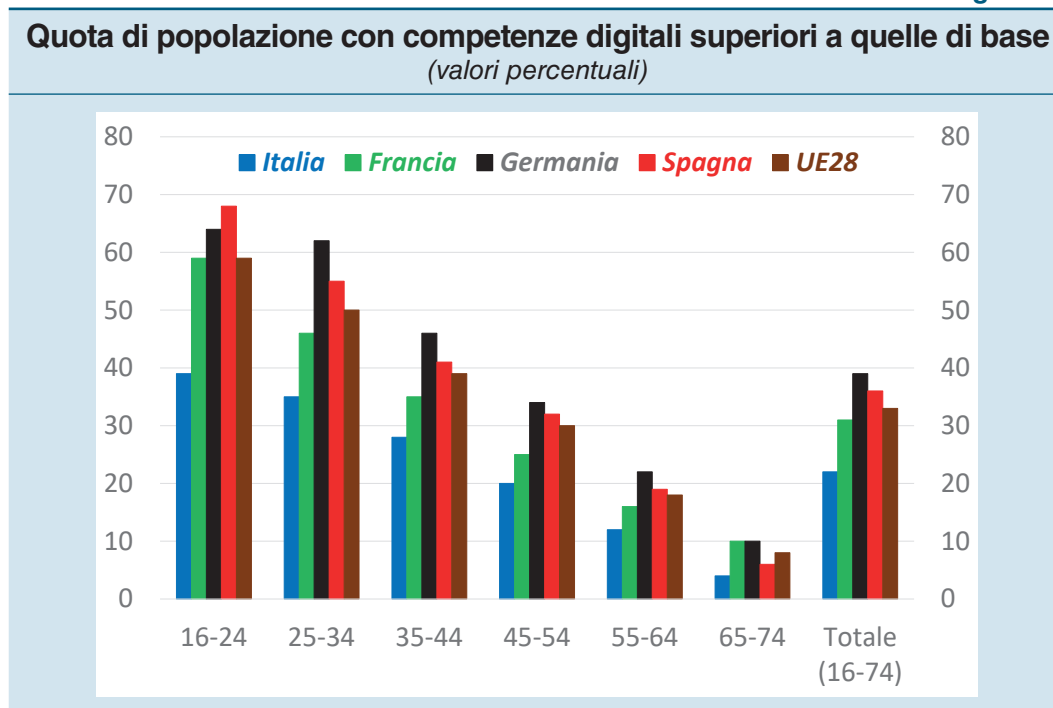
Figura 9



Fonte: Eurostat.

Nota: quota di persone tra i 15 e i 34 anni non occupate né inserite in un percorso di istruzione o di formazione sul totale della popolazione nella stessa fascia d'età; dati relativi al 2020.

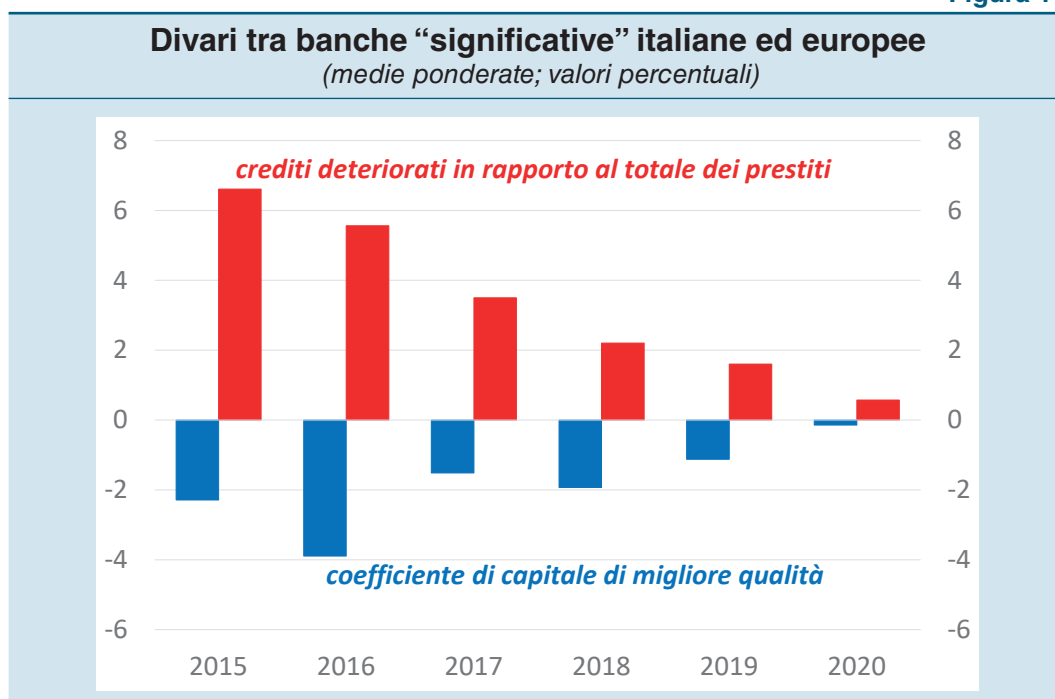
Figura 10



Fonte: Eurostat.

Nota: dati relativi al 2019.

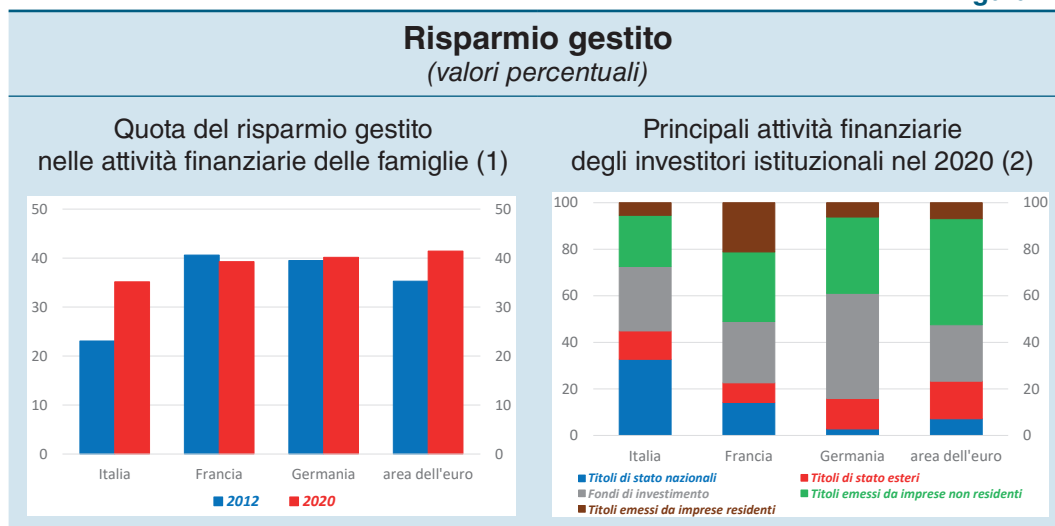
Figura 11



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate e Banca centrale europea.

Nota: divari tra i gruppi “significativi” italiani e quelli degli altri paesi che partecipano al Meccanismo di vigilanza unico; crediti deteriorati in rapporto al totale dei prestiti al netto delle rettifiche; dati di fine anno, quelli relativi al 2020 sono provvisori.

Figura 12



Fonte: Banca d'Italia e Banca centrale europea.

Nota: (1) il dato sul risparmio gestito include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, fondi pensione e pensioni integrative, escluso il TFR; sono inclusi i fondi esteri detenuti da residenti; il confronto tra i diversi paesi risente di eterogeneità dovute ai fondi di quiescenza; (2) sono escluse le gestioni patrimoniali.









*Il presente fascicolo  
è stato stampato il 31 maggio 2021  
presso la Divisione Editoria e stampa  
della Banca d'Italia in Roma*