



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Considerazioni finali del Governatore

Relazione annuale
Roma, 31 maggio 2024

CENTOTRENTESIMO ESERCIZIO

anno 2023

esercizio

CXXX

Nei mesi scorsi l'**economia globale** ha continuato a espandersi, nonostante il tono ancora restrittivo della **politica monetaria** in molti paesi e l'**incertezza** provocata dalle tensioni e dai conflitti in atto in più regioni del mondo.

Le **prospettive a breve termine** rimangono tuttavia deboli. Nel 2024 il **prodotto mondiale** crescerebbe del 3 per cento, sensibilmente sotto la media dei primi vent'anni di questo secolo. Dopo avere ristagnato nel 2023, quest'anno il **commercio** tornerebbe ad aumentare, ma meno che in passato.

I rischi sull'**evoluzione congiunturale**, a lungo orientati in senso negativo, si stanno riequilibrando. La **disinflazione** in corso a livello globale prefigura un allentamento delle **condizioni monetarie**, con tempi diversi nelle principali economie.

La **crescita** è eterogenea sia tra i paesi avanzati, dove spicca il dinamismo degli Stati Uniti, sia tra le economie emergenti e quelle a basso reddito.

Per i paesi più poveri la dinamica produttiva registrata dal 2019 non è stata nel complesso sufficiente a ridurre i divari di benessere rispetto a quelli più ricchi; in molti casi l'elevato servizio del debito ha generato condizioni di vulnerabilità. L'insolvenza di uno o più di questi paesi avrebbe effetti sistemici globali presumibilmente limitati (1), ma una gestione disordinata delle crisi avrebbe conseguenze gravi per le economie coinvolte e potrebbe alimentare dispute geopolitiche.

Nei prossimi anni l'economia mondiale risentirà di una dinamica contenuta della **produttività** in molte aree, dell'esaurirsi degli **stimoli fiscali** introdotti per contrastare la pandemia e – soprattutto – di **relazioni internazionali** che non accennano a rasserenarsi. Secondo il Fondo monetario internazionale, la crescita globale resterebbe intorno al 3 per cento fino alla fine del decennio.

Il commercio internazionale

I segnali di **frammentazione degli scambi commerciali e finanziari** si stanno intensificando. La contrapposizione politica e commerciale tra Stati Uniti e Cina si è inasprita; tensioni e conflitti armati affliggono più aree del mondo.

È prematuro parlare di **deglobalizzazione**, ma è chiaro che il processo di rapida integrazione dell'economia mondiale si è interrotto. L'incidenza del **commercio internazionale** sul prodotto è rimasta al 30 per cento negli ultimi quindici anni, dopo essere raddoppiata nei due decenni precedenti.

Dal 2010 gli **investimenti diretti esteri** hanno anch'essi ristagnato a livello globale. Negli ultimi anni si è assistito a un calo dei flussi tra paesi politicamente distanti e all'emarginazione di quelli più poveri.

Nel **sistema monetario internazionale**, le diverse valute e le infrastrutture di pagamento e di mercato hanno acquisito, soprattutto dopo l'imposizione di sanzioni finanziarie alla Russia, una valenza strategica che va oltre la sfera economica.

Il **dollaro** e l'**euro** si confermano le principali monete di riserva. Il **renminbi cinese** sta però acquisendo importanza, come testimoniato dal suo crescente utilizzo nei pagamenti transfrontalieri e nella fatturazione degli scambi commerciali. Alcune banche centrali stanno inoltre modificando la composizione delle riserve in favore dell'**oro** e a scapito delle maggiori valute, anche come reazione alle sanzioni. Le future mosse dei principali paesi in questo ambito andranno valutate considerandone le possibili conseguenze sul sistema monetario globale.

Le tensioni internazionali hanno acuito l'attenzione ai rischi, già emersi durante la pandemia, connessi con la partecipazione a **filieri produttive globali** lunghe e complesse.

I governi di molti paesi avanzati sono divenuti riluttanti a dipendere economicamente da nazioni ritenute inaffidabili dal punto di vista geopolitico. Essi hanno effettuato interventi volti ad acquisire **autonomia produttiva in settori strategici** e a diversificare le **forniture di risorse essenziali** quali i beni agricoli, energetici,

tecnologici. Le misure si sono spesso tradotte in **politiche protezionistiche**: il numero di restrizioni commerciali imposte nel 2023 è triplicato rispetto a quello del 2019 (fig. 1).

Le **imprese** stanno rivedendo le proprie strategie al fine di riorganizzare su base nazionale o regionale attività che in passato venivano svolte su scala globale e di diversificare le fonti di approvvigionamento. I sondaggi condotti dalla Banca d'Italia con altre banche centrali mostrano che molte imprese manifatturiere europee stanno sostituendo i fornitori cinesi con altri localizzati nell'Unione europea.

Non si può ormai prescindere dalla necessità di riconsiderare l'**equilibrio tra efficienza e sicurezza**.

Al tempo stesso, le conseguenze negative di una frammentazione economica e di un ritorno del protezionismo non vanno sottovalutate. Esse non si limitano ai paesi coinvolti, né alla dimensione puramente economica. La storia insegna che l'**apertura commerciale** e la **libera circolazione di merci, capitali, idee e persone** sono potenti motori di integrazione e prosperità.

Vanno dunque salvaguardati, in un quadro più arduo che in passato, quei principi di **cooperazione internazionale** e quell'insieme di **istituzioni multilaterali** che dal secondo dopoguerra hanno sorretto lo sviluppo mondiale e favorito il mantenimento della **pace** tra le principali potenze.

L'Europa tra frammentazione economica e sfida tecnologica

Le possibili conseguenze della frammentazione economica globale sono particolarmente rilevanti per l'**area dell'euro**, data la sua ampia apertura internazionale.

L'interscambio con paesi esterni all'area nel 2023 superava il 55 per cento del PIL, a fronte del 40 della Cina e del 25 degli Stati Uniti (2). Le esportazioni contribuiscono alla domanda complessiva molto più che negli Stati Uniti.

L'area dell'euro è inoltre dipendente dall'estero per l'approvvigionamento di risorse essenziali: ad esempio, le forniture di petrolio e gas naturale, che rappresentano oltre metà del fabbisogno complessivo di energia, provengono pressoché interamente da paesi terzi.

Queste vulnerabilità si innestano sul calo, in atto da tempo, del peso dell'Europa a livello internazionale. La **popolazione europea** rappresenta oggi solo il 5,7 per cento di quella mondiale. Negli ultimi due decenni il peso dell'Unione europea sul **PIL globale** è sceso dal 26 al 18 per cento, mentre quello degli Stati Uniti è rimasto pressoché invariato, al 26, e quello della Cina è quadruplicato, al 17 (fig. 2). Il calo riflette soprattutto l'insoddisfacente **dinamica della produttività**, che nel periodo ha accumulato un ritardo di 20 punti percentuali rispetto agli Stati Uniti.

Nell'attuale scenario geopolitico, è essenziale per l'Europa agire con determinazione per migliorare la **competitività** e rafforzare l'**autonomia strategica**. Non per contrapporsi ad altri paesi o chiudersi all'interno dei propri confini, ma per salvaguardare il futuro dei cittadini europei, accrescere la propria autorevolezza a livello globale e preservare i progressi sinora realizzati nel cammino di integrazione internazionale.

La portata degli impegni da affrontare richiede azioni decise in più direzioni.

Occorre innanzi tutto riequilibrare il **modello di crescita** seguito nei due decenni passati, riducendo l'eccessiva dipendenza dalla domanda estera. È necessario ampliare e valorizzare il **mercato unico**,

rafforzandone l'**integrazione in settori strategici** quali le telecomunicazioni, l'energia e la finanza.

Vanno rimossi gli ostacoli che impediscono di cogliere appieno le potenzialità, in termini di **economie di scala** e **platea di consumatori**, di un mercato interno paragonabile a quello degli Stati Uniti, anche al fine di aumentare la **concorrenza** e la **capacità di innovare**. E poiché più concorrenza e più innovazione implicano più **rischio**, vanno in parallelo potenziati i meccanismi di condivisione del rischio stesso. Su questo aspetto tornerò a breve.

L'Unione europea deve poi ridurre la propria **dipendenza energetica**, incrementando la generazione di energie rinnovabili grazie alle risorse naturali di cui dispone in abbondanza.

Ciò conterrà i costi di produzione e accrescerà la competitività, ma non ci affrancherà dalla dipendenza dai fornitori esteri di **metalli e minerali necessari per la transizione energetica**. Dobbiamo stabilire legami economici e diplomatici solidi e reciprocamente vantaggiosi con le nazioni ricche di risorse critiche, facendo leva sulla possibilità di fornire loro le tecnologie necessarie a integrarsi nelle filiere produttive globali (3).

Un terzo tipo di interventi riguarda le **tecnologie avanzate**, nella cui produzione l'Europa sconta una limitata specializzazione. In una fase in cui la tecnologia è soggetta a **misure protezionistiche**, è essenziale che gli investimenti in questo campo tengano il passo con quelli di altri grandi paesi, privilegiando settori all'avanguardia quali la robotica, le infrastrutture digitali di comunicazione, l'esplorazione spaziale, le biotecnologie e l'intelligenza artificiale. Ciò richiede un **ambiente regolamentare** che favorisca le iniziative imprenditoriali innovative, tenendo conto che in taluni settori la concorrenza opera a livello mondiale, e non europeo o nazionale.

L'**intelligenza artificiale** determinerà cambiamenti potenzialmente dirompenti nell'economia mondiale. Essa sosterrà la produttività e la crescita, anche se costi e benefici potrebbero distribuirsi in modo disomogeneo tra settori e nella società, soprattutto nel breve termine; comporta inoltre enormi consumi di energia.

È auspicabile l'ingresso di aziende europee nello sviluppo di questa tecnologia. Iniziative comuni tra operatori di diversi paesi consentirebbero di reperire più agevolmente le enormi **risorse finanziarie** necessarie per competere con i produttori esteri e di fare leva sulla ricerca scientifica di eccellenza condotta nell'intera Unione; permetterebbero inoltre di contrastare il potere di mercato dei giganti tecnologici esteri.

Una risposta comune

Le direttrici sopra delineate non esauriscono gli ambiti in cui l'Unione europea è chiamata ad agire. **Politiche comuni** sono necessarie nel **campo ambientale, della difesa, dell'immigrazione, della formazione**, e in altri ancora.

L'**impegno finanziario** sarà ingente: per le sole **transizioni climatica e digitale** e per aumentare la **spesa militare** al 2 per cento del PIL, la Commissione europea stima un **fabbisogno di investimenti pubblici e privati** di oltre 800 miliardi ogni anno fino al 2030 (4).

Perseguire un piano così vasto a **livello nazionale** comporterebbe **duplicazioni di spesa** e la **rinuncia alle economie di scala**. Incontrerebbe ostacoli nella **capacità fiscale** di più paesi, con il rischio di compromettere la necessaria ampiezza dell'impegno e di accentuare la frammentazione del mercato unico.

E poiché molti progetti riguardano **beni pubblici comuni** quali l'**ambiente** e la **sicurezza esterna**, un ammontare di investimenti insufficiente danneggerebbe tutti i paesi e tutti i cittadini dell'Unione. È pertanto necessario, nell'interesse collettivo, realizzare iniziative a livello europeo.

Il completamento dell'architettura economica europea

All'**architettura economica europea** mancano due elementi essenziali: una **politica di bilancio comune** e un **mercato dei capitali integrato**. Resta incompleto l'assetto dell'**Unione bancaria**.

Senza queste lacune l'Europa avrebbe potuto rispondere meglio alle crisi degli ultimi quindici anni. L'esigenza di colmarle è pressante alla luce dell'instabilità del contesto geopolitico e degli ingenti investimenti che l'Europa deve realizzare.

Le nuove regole di bilancio

In un'**unione monetaria** un **bilancio centrale** ha due funzioni principali: finanziare i **beni pubblici comuni** e rispondere alle **fluttuazioni cicliche**, sia smussandone l'impatto nel tempo – un compito che in qualche misura può essere svolto anche a livello nazionale – sia compensando tra paesi gli effetti di **shock asimmetrici**.

Un bilancio europeo consentirebbe di definire l'**orientamento fiscale complessivo** non più come la somma delle politiche nazionali, ma in base alle esigenze dell'economia dell'area; permetterebbe di affrontare efficacemente shock comuni forti e prolungati, quali la pandemia o la crisi energetica, favorendo la **coerenza tra politica di bilancio e politica monetaria**.

La recente **riforma dei meccanismi di governo economico europei** non ha segnato particolari progressi in queste direzioni, così come non ha introdotto la necessaria semplificazione delle regole. In mancanza di avanzamenti verso una politica di bilancio comune, qualunque riforma che intervenga solo sulle politiche nazionali rischia di fare apparire le regole europee sbilanciate verso il rigore e poco attente alle esigenze dello sviluppo.

Le nuove norme contengono nondimeno aspetti innovativi coerenti con la crescita. Esse si concentrano sulla **sostenibilità di medio termine del debito pubblico**, anziché sulla calibrazione precisa e continua della politica di bilancio; ciò dovrebbe consentire una **programmazione** di più lungo periodo e **percorsi di**

consolidamento fiscale realistici. Esse riconoscono inoltre la **relazione fra le due leve necessarie per rafforzare la sostenibilità dei conti pubblici**: la **politica di bilancio**, da un lato, e le **riforme e gli investimenti necessari per lo sviluppo** dall'altro lato.

Gli effetti del nuovo impianto normativo dipenderanno da come esso sarà applicato: potrà rinvigorire l'economia europea se permetterà di coniugare la necessaria disciplina fiscale con il fine ultimo di favorire la crescita.

Se le nuove regole daranno buona prova di sé, nel tempo si rafforzeranno la collaborazione tra Stati membri e la fiducia che i cittadini ripongono nelle istituzioni europee e in definitiva nel futuro dell'Unione. Ciò consentirebbe di progredire verso una vera e propria **unione di bilancio**, che operi con adeguate risorse proprie e sia in grado di **emettere debito**.

La costruzione di un mercato dei capitali europeo

Sarebbe illusorio pensare di finanziare l'enorme volume di investimenti necessari per la competitività dell'economia europea senza un preponderante apporto del **risparmio privato** e senza la **professionalità degli intermediari**. Creare un **mercato dei capitali europeo** è dunque essenziale.

L'area dell'euro ha da anni un **avanzo della bilancia dei pagamenti correnti**. Essa genera quindi un **risparmio** che supera l'ammontare degli **investimenti** e che viene in parte impiegato all'estero. Al fine di trattenere il risparmio domestico e attrarre risorse internazionali, è necessario un mercato dei capitali europeo integrato, efficiente, liquido, all'avanguardia tecnologica, in grado di allocare il risparmio nelle mani degli imprenditori più capaci.

Un mercato dei capitali unico accrescerebbe i flussi di investimento tra paesi e offrirebbe a famiglie, imprese e intermediari migliori opportunità di diversificazione dei rischi, attenuando l'impatto delle fluttuazioni cicliche. Si stima che oggi nell'area dell'euro solo un quarto degli shock locali vengano assorbiti attraverso i canali bancario e finanziario, contro tre quarti negli Stati Uniti.

Sono queste le finalità del progetto di Unione del mercato dei capitali più volte rilanciato dalla Commissione europea nell'ultimo decennio.

I mercati dei capitali europei rimangono però poco sviluppati e frammentati, nonostante gli sforzi di integrazione compiuti con la legislazione dell'Unione. Nell'area dell'euro il valore in rapporto al PIL delle **obbligazioni emesse dalle imprese** è un terzo di quello degli Stati Uniti; inoltre, sebbene il **capitale di rischio** rappresenti in entrambe le aree la principale fonte di finanziamento, le azioni sono prevalentemente non quotate, mentre negli Stati Uniti sono in gran parte negoziate in borsa, consentendo alle imprese di attingere a un ampio bacino di investitori.

In Europa vi sono 59 **mercati azionari regolamentati**, riconducibili a oltre 30 gruppi proprietari (5); tra le infrastrutture borsistiche si contano 27 depositari centrali e 10 controparti centrali. Negli Stati Uniti operano 24 mercati azionari, in gran parte facenti capo a 4 gruppi, un depositario centrale e una controparte centrale. Credo siano evidenti gli svantaggi che il nostro assetto frammentato genera in termini sia di funzionalità e liquidità, sia di barriere all'ingresso per risparmiatori e imprese.

Per progredire verso un unico mercato dei capitali europeo vanno risolti due problemi fondamentali.

Il primo è la mancanza di un **titolo pubblico europeo privo di rischio**.

Un titolo comune esente da rischi agevolerebbe la valutazione di **prodotti finanziari** quali le obbligazioni societarie e i derivati, stimolandone l'espansione; offrirebbe una **forma di collaterale** utilizzabile in tutti i segmenti di mercato, anche per gli scambi transfrontalieri; costituirebbe la **base delle riserve in euro delle banche centrali estere**, rafforzando il ruolo internazionale della nostra valuta (6).

I **titoli offerti nell'ambito del programma *Next Generation EU*** vanno in questa direzione. Ma collocamenti episodici non rappresentano un punto di svolta: la scarsa liquidità disincentiva

l'inclusione dei prestiti negli indici di riferimento e ostacola l'introduzione di contratti derivati per la gestione dei rischi.

Il secondo ostacolo alla creazione di un mercato dei capitali europeo è l'incompletezza dell'**Unione bancaria**.

L'istituzione del **Meccanismo di vigilanza unico** e del **Meccanismo di risoluzione unico** ha rappresentato un importante progresso, ma non è bastata a creare un **mercato europeo dell'attività bancaria** pienamente integrato. Il settore creditizio rimane frammentato lungo linee nazionali: manca un **fondo europeo di garanzia dei depositi**, il sistema di gestione delle crisi bancarie è incompleto e rimangono ostacoli al trasferimento di capitale e liquidità dei gruppi bancari tra paesi. Dato il ruolo centrale delle banche in tutti i segmenti del mercato dei capitali, è difficile immaginare un mercato integrato se esse non possono operare efficacemente in tutta l'area dell'euro.

L'introduzione di un titolo europeo privo di rischio e il completamento dell'Unione bancaria sono le precondizioni per creare un mercato unico dei capitali, ma non sono le sole questioni rilevanti. Non va dimenticata l'importanza di definire un **Testo unico della finanza europeo**, di rafforzare l'**attività di supervisione centralizzata** e di omogeneizzare i **meccanismi di gestione delle crisi di impresa**.

A fronte dei problemi che ho descritto, voglio sottolineare i progressi che la Banca d'Italia e l'Eurosistema stanno realizzando per dotare il mercato europeo di infrastrutture alla frontiera in materia di pagamenti, di scambi di titoli e di collaterale. L'obiettivo è garantire sicurezza ed efficienza attraverso l'uso del sistema TARGET e, in prospettiva, con l'**euro digitale** e con una gestione delle garanzie comune in tutta l'Unione monetaria.

La congiuntura e la politica monetaria nell'area dell'euro

L'economia reale

Dalla fine del 2022 l'economia dell'area dell'euro ha subito una prolungata stagnazione. La **domanda aggregata** ha risentito del tono restrittivo delle **condizioni monetarie** e dell'impatto dell'**inflazione** sui redditi reali delle famiglie, oltre che del rallentamento del **commercio mondiale**.

L'**attività manifatturiera** è oggi ai livelli della fine del 2020. Le difficoltà hanno riguardato soprattutto l'economia tedesca, che ha sofferto in misura accentuata dei rincari energetici e dell'incerto andamento dell'economia cinese.

Indicazioni positive sono emerse di recente. Nel primo trimestre di quest'anno il PIL dell'area è aumentato dello 0,3 per cento, riflettendo risultati superiori alle attese nelle principali economie. Segnali incoraggianti sono inoltre venuti da alcuni indicatori prospettici relativi ai servizi e agli scambi internazionali.

Il recupero del potere d'acquisto dei consumatori dovuto alla crescita delle **retribuzioni** e alla tenuta dell'**occupazione**, in un contesto di **disinflazione**, fa ritenere che la **domanda interna** possa acquisire slancio nei mesi a venire.

Le previsioni diffuse in marzo dalla Banca centrale europea prefigurano un consolidamento della ripresa nell'anno in corso e un'accelerazione del PIL all'1,5 per cento nel prossimo biennio.

Si tratta di una previsione di crescita modesta e soggetta a rischi al ribasso. Le tensioni geopolitiche potrebbero frenare il commercio mondiale e generare rincari delle materie prime. Le politiche monetarie restrittive attuate in più paesi potrebbero comprimere consumi e investimenti più di quanto previsto. Le politiche fiscali potrebbero divenire più rigide a causa di un consolidamento delle finanze pubbliche maggiore delle attese.

L'inflazione

L'**inflazione** nell'area dell'euro era del 2,4 per cento in aprile, con un calo di 8 punti percentuali dal picco dell'ottobre del 2022. La

riduzione è stata eccezionale per dimensioni e per rapidità, così come il precedente aumento.

La disinflazione in atto è confermata dalla decelerazione della **componente di fondo dell'indice dei prezzi**, che esclude quelli dei beni energetici e alimentari, tipicamente più volatili. Anche nel comparto dei servizi l'inflazione è tornata a scendere lo scorso mese, attenuando i timori che questa componente possa frenare la disinflazione.

Nei prossimi trimestri la dinamica dei prezzi, pur con oscillazioni, continuerebbe a flettere. I salari dovrebbero rallentare a mano a mano che si completerà il fisiologico recupero del potere d'acquisto. L'alta redditività consente peraltro alle imprese di assorbire i recenti aumenti delle retribuzioni senza effetti sui prezzi di vendita.

Il calo già registrato dai corsi dell'energia e quello atteso dei tassi di interesse renderanno inoltre conveniente per le imprese accrescere la **dotazione di capitale per lavoratore**; ciò dovrebbe riflettersi in un aumento della **produttività** e in un rallentamento del **costo del lavoro per unità di prodotto**, riducendo le pressioni inflazionistiche che possono provenire da aumenti salariali.

Le previsioni della BCE e le attese degli analisti prefigurano un ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel 2025.

La politica monetaria

Negli ultimi quattro anni la **politica monetaria** ha operato in un difficile contesto. La crisi pandemica ha richiesto **misure fortemente espansive**, alcune senza precedenti; da queste si è dovuto passare a una rapida **normalizzazione** e poi a una **restrizione monetaria** a seguito della fiammata inflazionistica.

Nel complesso tale azione è stata necessaria. La crisi pandemica è stata superata, con il concorso delle politiche di bilancio, evitando una crisi finanziaria. Gli shock di offerta, le strozzature produttive e l'impennata dei prezzi dell'energia non hanno generato spirali inflazionistiche come in esperienze passate. Le **aspettative di inflazione a medio e a lungo termine** sono rimaste sotto controllo, consentendo una disinflazione relativamente rapida e indolore.

Ora dobbiamo però evitare che la politica monetaria diventi eccessivamente restrittiva, spingendo l'inflazione al di sotto dell'obiettivo simmetrico della BCE. Da settembre, quando aumentammo per l'ultima volta i tassi, i **rendimenti reali a breve termine** sono saliti di quasi mezzo punto percentuale.

Per i prossimi mesi, se i dati risulteranno coerenti con le attuali previsioni, si profila un allentamento delle condizioni monetarie.

Ciò non interromperà l'azione volta a ripristinare la stabilità dei prezzi. L'orientamento monetario rimarrebbe infatti restrittivo anche con più tagli dei tassi ufficiali: il livello atteso dei rendimenti reali desumibile dai mercati finanziari, che pure incorpora una riduzione dei tassi di riferimento di 60 punti base nel corso del 2024, rimane per molti mesi superiore a qualsiasi stima plausibile del tasso naturale (7) (fig. 3).

Le **decisioni della Federal Reserve degli Stati Uniti** saranno un elemento di cui tenere conto, non un vincolo, nella fase di allentamento delle condizioni monetarie. Un orientamento monetario statunitense più restrittivo delle attese potrebbe determinare un **deprezzamento del cambio dell'euro** e generare pressioni inflazionistiche. Analisi empiriche indicano che questo effetto sarebbe però sovrastato dall'impatto negativo che la restrizione monetaria statunitense avrebbe sulla domanda mondiale e sulle condizioni finanziarie globali, e quindi sull'inflazione nell'area dell'euro.

Nel definire il percorso di riduzione dei tassi ufficiali bisognerà considerare che un'azione tempestiva e graduale permetterà di contenere la **volatilità macroeconomica** rispetto a un'azione tardiva e precipitosa.

Nel prossimo futuro la discesa dei tassi si accompagnerà, diversamente dal passato, a una riduzione dei **portafogli di titoli di politica monetaria** che determinerà un deciso calo della liquidità in circolazione e un conseguente impulso restrittivo nel mercato creditizio.

Una graduale normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema dopo l'espansione degli ultimi anni è certamente appropriata. Ma è fondamentale che essa non interferisca con l'orientamento della

politica monetaria e che l'aggiustamento sia realizzato evitando carenze di liquidità nel sistema o episodi di frammentazione nella trasmissione degli impulsi monetari.

Lo scorso marzo si è conclusa la revisione dell'**assetto operativo della politica monetaria**. Il Consiglio direttivo ha stabilito che continuerà ad attuare la sua azione monetaria mediante il **tasso di interesse sui depositi detenuti dalle banche presso l'Eurosistema**.

Nel nuovo assetto è essenziale che la liquidità rimanga abbondante, così da garantire un fermo controllo dei tassi di mercato a breve termine. Il fabbisogno di liquidità verrà in parte soddisfatto mediante un portafoglio strutturale di titoli e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Ritengo che queste componenti debbano avere un peso elevato, in modo da assicurare un'offerta ampia e stabile di riserve.

L'economia dell'Italia

Nell'area dell'euro, l'**economia italiana** è quella con la minore crescita del **prodotto per abitante** nell'ultimo quarto di secolo. La **produttività del lavoro** è rimasta ferma; solo nel 2023 gli **investimenti** sono tornati a superare il livello precedente la crisi finanziaria, mentre le **ore lavorate totali** non lo hanno ancora recuperato.

L'evoluzione dei **salari** ha riflesso il **ristagno della produttività**: i redditi orari dei lavoratori dipendenti sono oggi inferiori di un quarto a quelli di Francia e Germania (fig. 4). In termini pro capite, il reddito reale disponibile delle famiglie è fermo al 2000, mentre in Francia e in Germania da allora è aumentato di oltre un quinto.

Una recente ripresa, da consolidare

Non siamo tuttavia condannati alla **stagnazione**. La ripresa registrata dopo la crisi pandemica è stata superiore alle previsioni e a quella delle altre grandi economie dell'area. Contrariamente a quanto avvenuto in episodi di crisi del passato, è stata intensa anche nel Mezzogiorno.

Tra il 2019 e il 2023, in una fase di forti turbolenze, il **PIL italiano** è cresciuto del 3,5 per cento, contro l'1,5 della Francia e lo 0,7 della Germania; lo scarto è maggiore in termini pro capite. L'**occupazione** è aumentata del 2,3 per cento – quasi 600.000 persone – trainata dalla componente a tempo indeterminato. Il **tasso di disoccupazione** è sceso di 2,3 punti percentuali, pur restando alto, al 7,7 per cento.

La ripresa è stata alimentata da una forte espansione degli **investimenti**, sostenuta anche da incentivi fiscali. Sono cresciuti molto più che nella media degli altri principali paesi europei non solo gli **investimenti in edilizia**, favoriti da agevolazioni generosissime, ma anche quelli in **macchinari e beni intangibili**, che riflettono l'avanzamento tecnologico e le attese circa l'evoluzione futura della domanda (fig. 5).

Le **esportazioni di beni** sono aumentate del 9 per cento, più della domanda estera potenziale, grazie ai miglioramenti di competitività di

costo e di qualità conseguiti negli ultimi anni e alla diversificazione per settore e mercato di sbocco. In Germania esse sono rimaste sostanzialmente stabili, in Francia sono diminuite.

Una volta riassorbito il peggioramento delle ragioni di scambio dovuto allo shock energetico, il **saldo della bilancia commerciale** è tornato rapidamente positivo. Il nostro paese è oggi **creditore netto nei confronti del resto del mondo** per 155 miliardi di euro, il 7,4 per cento del PIL; dieci anni fa la nostra posizione estera netta era debitoria per il 23 per cento del PIL e costituiva un elemento di vulnerabilità.

L'economia italiana ha certo beneficiato a lungo di **politiche monetarie e di bilancio espansive**. Ma ha tratto vantaggio anche dal **processo di ristrutturazione del tessuto produttivo**.

Nell'ultimo decennio sono migliorate la **redditività** e la **posizione patrimoniale delle imprese** (8). È inoltre cresciuto il peso delle **aziende più grandi**, che possono cogliere meglio i benefici della tecnologia e dell'internazionalizzazione (9).

Nell'industria e nei servizi privati non finanziari si è registrato un significativo, ancorché insufficiente, incremento di produttività. Escludendo il comparto dei mezzi di trasporto, la nostra manifattura è oggi la più **automatizzata** tra le principali economie dell'area dell'euro: nel 2021 in Italia vi erano 13,4 robot ogni 1.000 addetti, contro 12,6 in Germania e 9,2 in Francia¹⁰. Dal 2019 le imprese industriali hanno raddoppiato, al 17 per cento, la quota degli investimenti in tecnologie digitali.

Il ritorno all'**accumulazione di capitale** e la capacità di affermarsi sui mercati internazionali sono incoraggianti segnali di forza, che vanno consolidati.

Guardando al futuro, l'economia italiana potrà conseguire ritmi di sviluppo sostenuti se saprà, da un lato, affrontare le conseguenze del **calo** e dell'**invecchiamento** della **popolazione** e, dall'altro lato, imprimere una decisa accelerazione alla produttività.

Il calo demografico e le risposte del mercato del lavoro

Secondo l'Istat, da qui al 2040 il numero di **persone in età lavorativa** diminuirà di 5,4 milioni di unità, malgrado un afflusso netto dall'estero di 170.000 persone all'anno. Questa contrazione si tradurrebbe in un calo del PIL del 13 per cento, del 9 per cento in termini pro capite (11).

Nonostante la crescita dell'ultimo decennio, la **partecipazione al mercato del lavoro**, pari al 66,7 per cento, rimane di 8 punti percentuali inferiore alla media dell'area dell'euro. Il divario non è ampio per gli uomini, ma sale a 13 punti percentuali sia per i giovani tra 20 e 34 anni sia per le donne.

L'**occupazione giovanile** ha risentito della bassa crescita (12). Molti hanno cercato migliori prospettive di **lavoro all'estero**: 525.000 giovani italiani sono emigrati tra il 2008 e il 2022; solo un terzo di essi è tornato in Italia. Hanno lasciato il Paese soprattutto i laureati, attratti da opportunità retributive e di carriera decisamente più favorevoli (13). L'esodo indebolisce la **dotazione di capitale umano** del nostro paese, tradizionalmente afflitto da **bassi livelli di istruzione**.

Il **tasso di occupazione femminile** è ancora al 52,5 per cento. In Italia è difficile conciliare impegno lavorativo e carichi familiari. L'abbandono del mercato del lavoro dopo la nascita del primo figlio è tra le principali motivazioni della bassa partecipazione ed è positivo che il *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) dedichi risorse rilevanti ai servizi per l'infanzia (14).

Ad accrescere l'occupazione potrebbero contribuire misure volte a promuovere una diversa **organizzazione del lavoro** tra quello in presenza e quello a distanza; una revisione del **sistema di detrazioni e trasferimenti** che riduca i disincentivi al lavoro del secondo percettore di reddito in una famiglia (15); l'adozione di politiche per stimolare l'assunzione di persone da tempo fuori dal mercato del lavoro.

Decisi aumenti dei **tassi di occupazione** – fino ai livelli medi dell'area dell'euro – potrebbero arrivare a controbilanciare gli effetti del calo demografico e mantenere invariato il numero degli occupati (16). È inoltre possibile che un sostegno all'occupazione derivi da un

flusso di **immigrati regolari** superiore a quello ipotizzato dall'Istat. Occorrerà gestirlo, in coordinamento con gli altri paesi europei, bilanciando le esigenze della produzione con gli equilibri sociali e rafforzando le misure di integrazione dei cittadini stranieri nel sistema di istruzione e nel mercato del lavoro.

Ma è chiaro che anche con maggiore occupazione e maggiori flussi migratori l'apporto del lavoro alla crescita dell'economia non potrà che essere modesto. Solo la **produttività** potrà assicurare sviluppo, lavoro e redditi più elevati.

Rilanciare la produttività: più investimenti, più innovazione

Gli **investimenti** sono il principale canale per diffondere l'**innovazione tecnologica**, da cui deriva gran parte dei **guadagni di produttività**.

Perché le imprese investano è innanzitutto necessario che le politiche garantiscano un adeguato **contesto regolamentare e concorrenziale** e un **ambiente macroeconomico stabile**.

Soprattutto in condizioni di ritardo tecnologico le esternalità positive dell'investimento in innovazione giustificano **interventi pubblici** mirati. Le agevolazioni introdotte in anni recenti (17) hanno stimolato l'adozione di tecnologia e guadagni di produttività anche nelle **imprese minori**, specialmente quando l'investimento si è associato all'impiego di lavoratori qualificati. Oltre che attraverso gli incentivi, i costi di adozione possono essere contenuti con un'efficace **rete di strutture preposte al trasferimento tecnologico** (18).

Non possiamo tuttavia limitarci a utilizzare tecniche realizzate altrove: dobbiamo accrescere la nostra **capacità di sviluppare nuovi beni, servizi e tecnologie** (19).

Il **credito di imposta per la ricerca** in vigore in Italia dal 2015 è una misura importante, motivata dagli elevati benefici per l'intero sistema produttivo. Nel tempo la sua efficacia è stata però limitata dalle molteplici revisioni dei criteri di accesso e dell'entità dell'agevolazione. Innalzare e stabilizzare l'aliquota al valore medio nei paesi dell'OCSE – il 20 per cento, dall'attuale 10 – avrebbe un costo

stimabile in meno di un miliardo l'anno, ma potrebbe indurre le imprese ad aumentare la spesa in ricerca di oltre il 15 per cento.

Le nostre imprese devono inoltre intensificare l'impegno per trarre pieno beneficio dai programmi e dai finanziamenti dell'Unione europea volti a promuovere l'innovazione (20).

Innovare richiede infine forti investimenti nel **capitale umano**. Si tratta di un'esigenza da noi pressante, data la minore disponibilità, rispetto al resto dell'area dell'euro, di lavoratori con livelli di competenza elevati.

Secondo nostre stime, in Italia i mutamenti indotti dall'intelligenza artificiale riguarderebbero due lavoratori su tre. Per la maggioranza di essi la produttività e le opportunità di lavoro aumenterebbero, ma per una significativa minoranza le occasioni di impiego potrebbero ridursi (21). Nella fase di transizione servirà accompagnare i lavoratori nella riqualificazione professionale o facilitarne il ricollocamento in altre attività, tutelando quanti subiranno i costi di adattamento maggiori.

Promuovere le iniziative imprenditoriali innovative

In Italia le **nuove imprese nei settori a tecnologia avanzata** sono poche e mostrano una capacità limitata di crescere e di affermarsi. La legge sulle start up del 2012 ha introdotto semplificazioni amministrative e vantaggi fiscali per la creazione di imprese innovative.

Rimane però fondamentale la spinta di investitori in grado di selezionare e finanziare iniziative rischiose ma con elevato potenziale di crescita. È questo il ruolo dei **fondi di venture capital**.

Negli Stati Uniti le prime sei società per capitalizzazione di borsa, ciascuna con valore superiore a 1.000 miliardi di dollari, sono state inizialmente finanziate da questi investitori e oggi sono protagoniste mondiali della rivoluzione digitale.

In Italia l'attività di venture capital è sottodimensionata, con un flusso di investimenti annuo tra 0,5 e 1,5 miliardi nel triennio 2021-23, un valore cinque volte inferiore rispetto a Germania e Francia. Gli operatori nazionali sono anch'essi pochi e di piccola dimensione.

Il basso sviluppo del settore riflette in parte il ritardo con cui questa attività si è avviata nel nostro paese. Pesano la contenuta articolazione del **mercato borsistico** e la limitata **dimensione media delle imprese**, che rendono difficile quotare le aziende finanziate o cederle ad altre più grandi una volta completata la fase iniziale di crescita.

Il venture capital trarrebbe beneficio da un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali: se assicurazioni e fondi pensione investissero nei fondi nazionali una quota dell'attivo pari a quella della Francia, la raccolta raddoppierebbe.

La crescita può essere inoltre favorita dalla **rimozione di ostacoli normativi**. Riguardo in particolare alla disciplina sui gestori dei fondi più piccoli, la Banca d'Italia si adopererà perché l'attuazione della legge delega di riforma del Testo unico della finanza sia l'occasione per valutare una semplificazione dei relativi obblighi.

All'aumento dei finanziamenti devono corrispondere maggiori opportunità di investimento. In Italia l'**attività di ricerca** ha indici elevati di produttività e qualità, ma risorse limitate (22). Un suo rafforzamento e un migliore raccordo con il mondo produttivo consentirebbero di trasformare potenzialità oggi inesprese in occasioni imprenditoriali.

Una migliore qualità dell'azione pubblica

L'**azione pubblica** svolge un ruolo fondamentale per il funzionamento dell'economia, e non solo per le risorse che mette in campo. Alcune riforme attuate negli anni scorsi hanno avuto effetti positivi su produttività e crescita. Occorre proseguire su quella strada: i risultati emergono gradualmente nel tempo, ma non mancano (23).

Le **riforme della giustizia civile** e la **digitalizzazione delle procedure** hanno concorso ad accorciare la durata dei processi e a dimezzare il numero dei casi pendenti rispetto a quindici anni fa. Gli interventi che hanno semplificato l'accesso ai mercati di alcuni servizi hanno facilitato l'ingresso di nuove imprese e innalzato la produttività nei settori interessati. È inoltre aumentata la digitalizzazione della Pubblica amministrazione (24).

Il PNRR impegna l'Italia ad attuare riforme e fornisce cospicue risorse per l'ammodernamento del sistema produttivo e della Pubblica amministrazione: secondo nostre elaborazioni, 16 miliardi per la digitalizzazione, 19 per la ricerca e l'innovazione, 33 per le infrastrutture di trasporto e 17 per gli investimenti delle imprese.

Utilizzare al meglio queste ingenti somme in tempi contenuti è arduo per le Amministrazioni. Ma è cruciale per risollevare la crescita potenziale dell'economia. La piena attuazione degli **investimenti e delle riforme previste dal PNRR** – oltre a innalzare il prodotto di oltre di 2 punti percentuali nel breve termine – avrebbe effetti duraturi sulla crescita dovuti a incrementi di produttività stimabili tra 3 e 6 punti percentuali in un decennio (25).

Quelli che ho delineato non sono tutti interventi a costo nullo e l'Italia ha un **debito pubblico** elevato, frutto di squilibri accumulati in passato. Alla fine del 2023 esso ammontava al 137 per cento del PIL, un valore non lontano da quello pre-pandemico ma superiore al resto dell'eurozona. Una tale zavorra ci costringe ogni anno a impegnare considerevoli risorse pubbliche per pagare interessi, sottraendole all'innovazione e allo sviluppo.

Affrontare il problema del debito richiede un **piano credibile volto a stimolare la crescita e la produttività**, e nel contempo a realizzare un **graduale e costante miglioramento dei conti pubblici**. Tale piano dovrà collocare il debito in rapporto al prodotto su una traiettoria stabilmente discendente.

Quanto più la prospettiva di riduzione del debito sarà credibile, tanto minori saranno i rendimenti che gli investitori chiederanno per detenerlo. Ciò renderà a sua volta meno arduo l'aggiustamento.

Sono necessarie scelte attente soprattutto dal **lato della spesa**, al fine di riorientarne la composizione in favore dello sviluppo e di eliminare le inefficienze. Un contributo dovrà derivare dal contrasto all'**evasione fiscale**, sulla scia dei risultati positivi registrati in questo campo nell'ultimo decennio (26).

Potremo liberarci del fardello del debito soltanto coniugando prudenza fiscale e crescita.

Il sistema finanziario

Il sistema bancario italiano

Il 2023 è stato un anno molto favorevole per le banche italiane. Il rendimento del capitale ha superato il 12 per cento. La redditività ha beneficiato di un'eccezionale congiuntura di mercato, in cui l'abbondante liquidità in circolazione ha frenato l'aumento del costo della raccolta, mentre il rialzo dei tassi ufficiali si è rapidamente trasmesso a quelli sui prestiti, alimentando il margine di interesse. Il capitale è salito al 15,6 per cento delle attività a rischio.

Gli ultimi dati confermano la prosecuzione di questa fase favorevole.

All'interno del sistema creditizio, le banche significative mostrano valori di redditività e patrimonio superiori alla media europea (fig. 6).

Il quadro è migliorato anche per le banche meno significative, sottoposte alla nostra diretta supervisione. I coefficienti patrimoniali sono aumentati, anche su sollecitazione della Banca d'Italia; ciò ha riflesso l'evoluzione dei profili di rischio, in particolare quello di un rapido aumento dei tassi di interesse, poi materializzatosi. Abbiamo intensificato l'azione di vigilanza per prevenire e affrontare tempestivamente casi di difficoltà riconducibili a debolezze nel governo societario e nei controlli interni.

Per il sistema bancario nel suo complesso, i progressi reddituali e patrimoniali riflettono un percorso pluriennale di recupero di efficienza e di rafforzamento dei bilanci. La solida condizione in cui si trovano oggi gli intermediari rappresenta un punto di forza per l'intera economia italiana.

Nei mesi scorsi ho fatto presente tuttavia che non dobbiamo abbassare la guardia. Lo ribadisco: non possiamo farci cogliere impreparati da tensioni che potrebbero emergere in futuro. Ad aprile abbiamo chiesto alle banche di costituire entro la metà del 2025 una riserva di capitale macroprudenziale pari all'1,0 per cento delle esposizioni domestiche (27).

L'aumento dei requisiti avrà un impatto trascurabile sull'offerta di prestiti e consentirà di limitare gli effetti negativi di eventi sistemici

sfavorevoli: al loro verificarsi la Banca d'Italia potrebbe autorizzare il rilascio della riserva, preservando la capacità delle banche di sostenere l'economia reale.

Riguardo ai rischi connessi con il quadro macroeconomico, rilevano due aspetti.

Il primo è la qualità del credito. Il mercato immobiliare italiano non fornisce segnali preoccupanti analoghi a quelli che stanno emergendo per gli immobili commerciali in altri paesi. Per il totale dei prestiti, si registra tuttavia un aumento della quota di crediti di buona qualità ma con ritardi nei pagamenti, soprattutto tra i clienti con finanziamenti a tasso variabile.

Si stima che per le imprese il flusso annuo dei prestiti deteriorati in rapporto ai finanziamenti complessivi possa salire nel prossimo biennio di un punto percentuale, dall'attuale 1,7 per cento. Le rettifiche su crediti rimarrebbero contenute in rapporto ai ricavi.

In prospettiva, resta fondamentale per le banche riconoscere prontamente le perdite attese, applicando scrupolosamente i principi contabili.

Il secondo aspetto riguarda la liquidità. Il rimborso delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine sta avvenendo in maniera ordinata. Ma rimane prioritaria un'attenta gestione del passivo, nella consapevolezza che la liquidità aggregata continuerà a ridursi, spingendo al rialzo il costo della raccolta.

La tecnologia nel sistema finanziario

Guardando oltre, sarà soprattutto la tecnologia a influenzare l'attività degli intermediari, bancari e non bancari.

I fornitori di servizi di pagamento hanno migliorato l'offerta e le modalità di fruizione di strumenti quali i pagamenti istantanei e i portafogli digitali.

Nel risparmio gestito, vari fondi di credito utilizzano già oggi piattaforme digitali per facilitare l'incontro tra domanda e offerta di prestiti. Le società di gestione del risparmio hanno avviato iniziative volte a utilizzare tecnologie a registri distribuiti sia per l'emissione delle loro quote e la gestione operativa, sia per gli investimenti in strumenti

rappresentati sotto forma digitale (*token*). Queste innovazioni potrebbero consentire alle imprese di ampliare l'accesso diretto alle fonti esterne di finanziamento.

Molte banche stanno utilizzando la tecnologia per sostituire i canali di distribuzione tradizionali. I guadagni di efficienza che ne derivano stanno determinando benefici sia per gli intermediari sia per la clientela.

Le banche con maggiore capacità di operare online mostrano in media una maggiore redditività, una migliore diversificazione dei ricavi e un aumento delle quote di mercato sui prestiti.

I clienti beneficiano di un calo del costo dei servizi – del 60 per cento per le spese sui conti online rispetto a quelli tradizionali (28) – oltre che di un più agevole accesso ai servizi bancari.

Il ricorso alla tecnologia si sta riflettendo in una riduzione del numero di sportelli bancari che può comportare disagi per alcune fasce di cittadini. Per evitare fenomeni di esclusione dai servizi finanziari e difficoltà di accesso al contante, abbiamo avviato un tavolo di confronto con i ministeri competenti e i principali operatori; abbiamo inoltre rafforzato il nostro impegno nell'ambito della *Cash Strategy 2030* varata dall'Eurosistema e collaborato alla definizione di misure legislative volte a consentire il prelievo di contante presso gli esercizi commerciali.

Gli investimenti in tecnologie innovative realizzati dagli intermediari italiani sono quadruplicati dal 2017, ma rimangono limitati (29); per le banche significative sono inferiori a quelli delle concorrenti europee. Vanno incrementati: sarebbe un grave errore accumulare ritardi su questo fronte.

Data la complessità dei progetti, stiamo stimolando gli intermediari a rafforzare i sistemi di governo aziendale al fine di incrementare le competenze digitali negli organi di gestione e controllo e di migliorare le capacità di amministrazione e aggregazione dei dati.

La tecnologia è indispensabile per acquisire efficienza. Ma è essenziale che sia impiegata per migliorare la qualità dei servizi e assicurare rispondenza tra i prodotti offerti e le esigenze di famiglie e imprese.

Solo così le banche potranno migliorare i rapporti con i risparmiatori e la reputazione, che rappresentano il loro capitale più prezioso.

I rischi della tecnologia

L'utilizzo della tecnologia accresce il ricorso alle esternalizzazioni e i relativi rischi.

Nel 2022 erano oltre 5.000 i contratti sottoscritti dagli intermediari per esternalizzare funzioni essenziali della loro attività. Il ricorso a terze parti consente di innalzare l'efficienza, ma genera rischi operativi che possono arrivare a interessare l'intero sistema finanziario qualora pochi fornitori prestino servizi a molti intermediari contemporaneamente. È questo il caso dei giganti tecnologici – si pensi al cloud o al nascente mercato dei servizi basati sull'intelligenza artificiale – ma anche delle società che forniscono servizi informativi, amministrativi o legati al credito.

L'esternalizzazione non deve mettere a rischio la sana e prudente gestione degli intermediari, che rimangono i responsabili ultimi delle attività svolte da terzi. Nei mesi scorsi abbiamo intensificato gli interventi, incluse le ispezioni, per assicurare un adeguato governo delle politiche di esternalizzazione.

In presenza di inadeguatezze nell'attività dei fornitori, chiediamo azioni correttive facendo leva sui poteri informativi e ispettivi che ci attribuisce la normativa. La capacità di intervento delle autorità di supervisione nei confronti dei fornitori, oggi limitata, verrà rafforzata dall'entrata in vigore del regolamento europeo sulla resilienza operativa digitale del settore finanziario (30).

Insieme alla tecnologia, hanno assunto rilevanza crescente i rischi cibernetici, anche in relazione alle tensioni geopolitiche e alle azioni di Stati sovrani. Il settore finanziario rappresenta un obiettivo appetibile, vista la sua dipendenza da dati e procedure digitali e il suo ruolo nevralgico nell'economia. Nel 2023 gli intermediari hanno segnalato un forte aumento degli incidenti gravi (fig. 7).

Il tema dei rischi cibernetici è all'attenzione delle autorità internazionali. Tra le attività del G7 sotto la Presidenza italiana, lo

scorso aprile si è tenuto il secondo esercizio di coordinamento per il contrasto agli attacchi su ampia scala. In Europa, nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico, è in corso il primo stress test del settore bancario sui rischi cibernetici; i risultati saranno oggetto di dialogo tra intermediari e supervisori.

Nel nostro paese, la Banca d'Italia e l'ABI hanno creato negli anni scorsi il Computer Emergency Response Team per il settore finanziario italiano (CERTFin), che opera con l'obiettivo di innalzare la capacità dei partecipanti di gestire rischi informatici (31).

La Banca d'Italia ha inoltre stabilito solidi rapporti di collaborazione con l'Agenzia per la cybersicurezza nazionale e con i maggiori soggetti istituzionali operanti nell'architettura nazionale di sicurezza cibernetica (32). La condivisione delle informazioni e la valorizzazione delle esperienze delle istituzioni coinvolte sono essenziali per un'efficace azione collettiva di contrasto alle minacce cibernetiche.

Conclusioni

All'avvio del **mercato unico**, trent'anni fa, la **Commissione europea presieduta da Jacques Delors** pubblicava il ***Libro bianco su crescita, competitività e occupazione***. L'ambizione era proporre una riflessione sul **futuro dell'economia comunitaria**.

Colpisce che i **cambiamenti dello scenario globale** su cui si rifletteva allora siano gli stessi che oggi guidano i nostri ragionamenti: **geopolitica, tecnologia, demografia, finanza**.

Certo, allora ci si interrogava sull'**emergere di nuovi concorrenti sulla scena mondiale e la fine dell'Unione sovietica**, oggi sulla **frammentazione economica globale**. Allora ci si confrontava con la prima, capillare diffusione delle **tecnologie dell'informazione**, oggi con la **robotica** e l'**intelligenza artificiale**. Allora il tema era la prospettiva dell'**invecchiamento della popolazione**, oggi è l'**organizzazione di una società già invecchiata**, che stenta ad adattarsi ai cambiamenti in atto. Allora ci si interrogava sulla crescente **interdipendenza dei mercati finanziari in un contesto di libero movimento dei capitali**, oggi sulla **valenza strategica delle valute** in un sistema finanziario internazionale divenuto parte delle dispute geopolitiche.

Se allora l'avvio del mercato unico era il culmine di un lungo processo di integrazione realizzato nel tragico ricordo delle distruzioni della Seconda guerra mondiale, oggi **l'avanzamento dell'integrazione europea è la risposta ai mutati equilibri geopolitici e al rischio di irrilevanza cui i singoli Stati membri sarebbero altrimenti condannati dalla cruda aritmetica dei numeri**.

Rafforzare la capacità di azione comune, mobilitare le risorse necessarie per divenire parte attiva delle transizioni tecnologica, climatica ed energetica è il modo per superare l'attuale fase di appannamento.

E se ciò è vero per l'Europa nel suo insieme, lo è ancor più per l'**Italia**.

Da noi si è molto discusso di declino all'inizio di questo secolo. Si apriva in quegli anni la forbice tra la crescita della nostra economia e quella del resto dell'Europa, che pure non brillava nel confronto con gli Stati Uniti. Crisi e shock successivi hanno colpito l'economia italiana con durezza.

Alcuni degli **indicatori** che in quella fase alimentavano i timori di declino sembrano oggi dirci che un'**inversione di tendenza** è possibile. Nella pronta ripresa di esportazioni e investimenti dell'ultimo quadriennio si possono leggere segnali di ristrutturazione del sistema produttivo e di una sua ritrovata capacità di competere sui mercati internazionali.

Non dobbiamo però farci illusioni: la nostra economia soffre ancora di **problemi gravi**, alcuni radicati e di difficile soluzione. Il ritardo economico del Mezzogiorno e l'elevato debito pubblico sono questioni ineludibili per la politica economica. Così come i vincoli alla concorrenza che in molti settori creano rendite di posizione e limitano l'accesso di nuovi operatori, comprimendo l'innovazione, la produttività e l'occupazione. Dobbiamo aprire l'economia alla concorrenza e offrire a tutti l'opportunità di valorizzare i propri talenti.

Il capitale umano ha un ruolo decisivo. Il ritardo rispetto a molti paesi avanzati nelle competenze lavorative di giovani e adulti si riflette in un'occupazione sbilanciata verso le professioni meno qualificate. Competenze e conoscenze, da nutrire e rivitalizzare lungo tutto l'arco della vita, sono il cardine non solo del progresso economico, ma anche e soprattutto di quello civile.

Ma è sul fronte della tecnologia che si giocherà la partita del futuro, per noi come per il resto d'Europa. Servirà valorizzare la ricerca, accompagnare il sistema produttivo nella sua trasformazione proteggendo i più svantaggiati, creare un ambiente normativo, economico e finanziario che favorisca l'assunzione di rischi imprenditoriali nei settori innovativi e che limiti il potere monopolistico di pochi grandi attori.

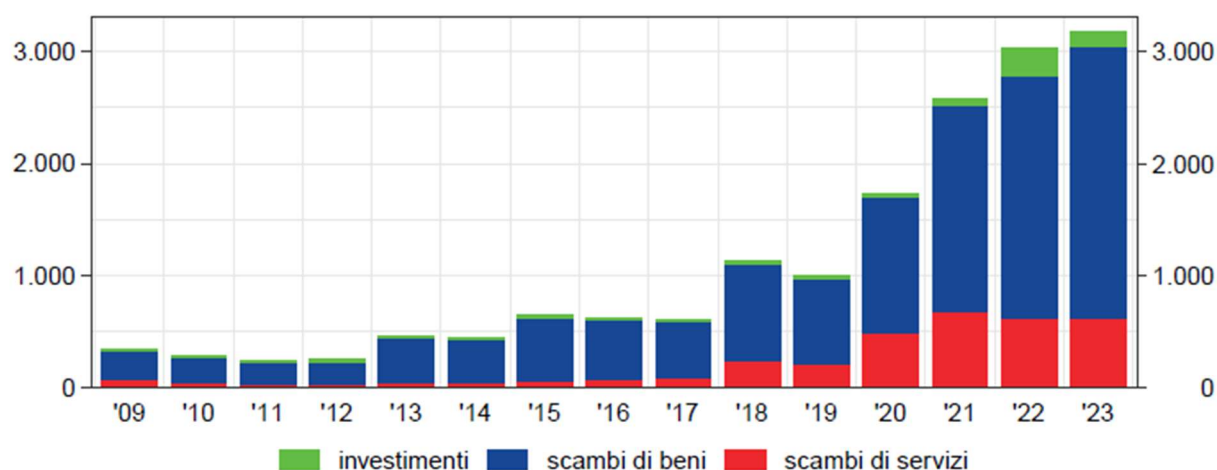
L'**agenda** è chiara, e può essere realizzata. E va realizzata per tornare a crescere e per contare in Europa, e con l'Europa contare nel mondo.

Non riesco a credere che un Paese con la nostra **storia**, le nostre **risorse**, le nostre **potenzialità**, che insieme agli altri Stati membri ha saputo creare una comunità che ha garantito **sviluppo, benessere e convivenza pacifica** a milioni di europei, non possa oggi superare difficoltà che sono sotto gli occhi di tutti, su cui tutti concordiamo.

L'Italia ha concorso a fondare l'Unione europea: ora può e deve concorrere al suo progresso. È con la forza di questa prospettiva che dobbiamo guardare con fiducia al futuro.

Figura 1

Nuove restrizioni commerciali imposte a livello mondiale (1) (numero)

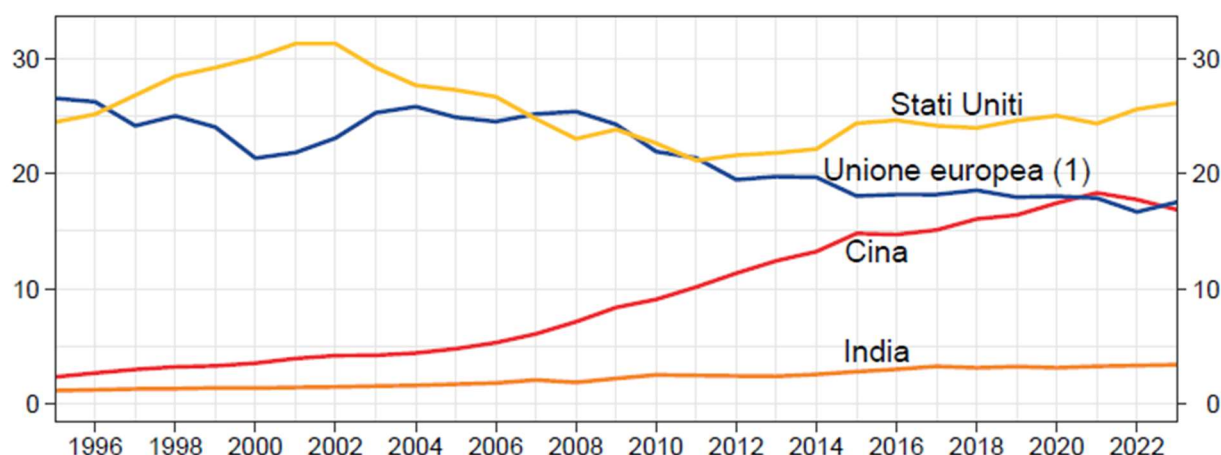


Fonte: Global Trade Alert.

(1) Modifiche unilaterali nel trattamento relativo degli interessi commerciali esteri rispetto a quelli nazionali. I dati si riferiscono sia ai flussi commerciali sia agli investimenti esteri diretti.

Figura 2

Peso delle principali economie sul PIL mondiale (valori percentuali)



Fonte: Fondo monetario internazionale.

(1) I dati si riferiscono ai paesi che sono attualmente membri della UE.

Figura 3

Tasso di interesse reale e tasso di interesse naturale nell'area dell'euro (1) (punti percentuali)

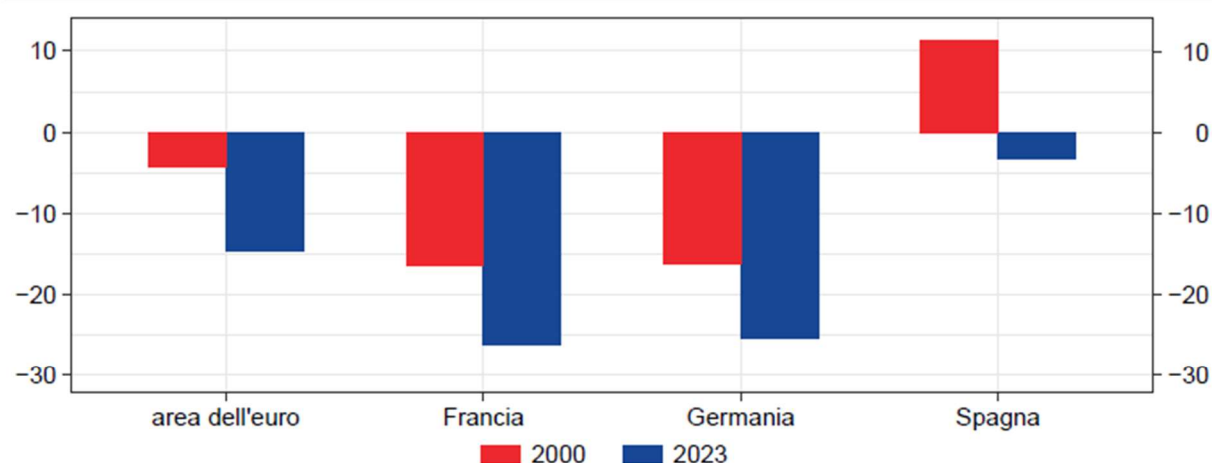


Fonte: elaborazioni su dati BCE, Bloomberg e LSEG.

(1) La figura mostra il tasso di interesse reale a un anno effettivo (linea blu continua) e atteso (linea blu tratteggiata) misurati al 30 maggio 2024. Si riportano inoltre valori stimati del tasso reale naturale: mediana (linea rossa) e 10°-90° percentile (banda grigia). Per approfondimenti, cfr. il capitolo 3 della *Relazione annuale* sul 2023.

Figura 4

Differenza dei redditi per ora lavorata tra l'Italia e i principali paesi europei (1) (punti percentuali)

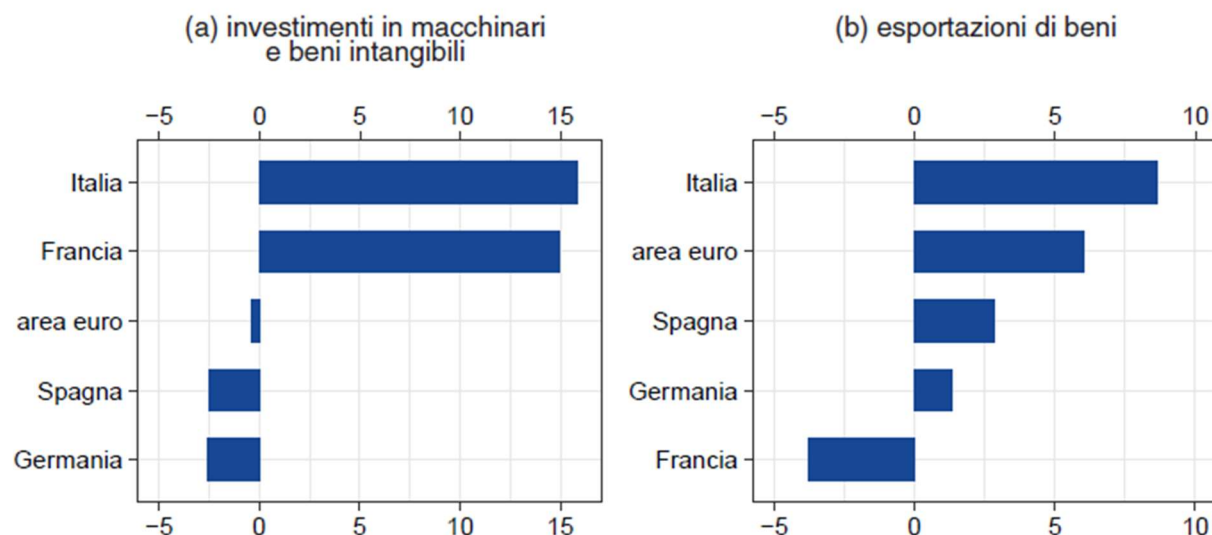


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Una differenza negativa indica che il reddito orario nell'area o nel paese di confronto è maggiore rispetto all'Italia. I redditi per ora lavorata si riferiscono ai lavoratori dipendenti e sono espressi in termini di parità di potere d'acquisto.

Figura 5

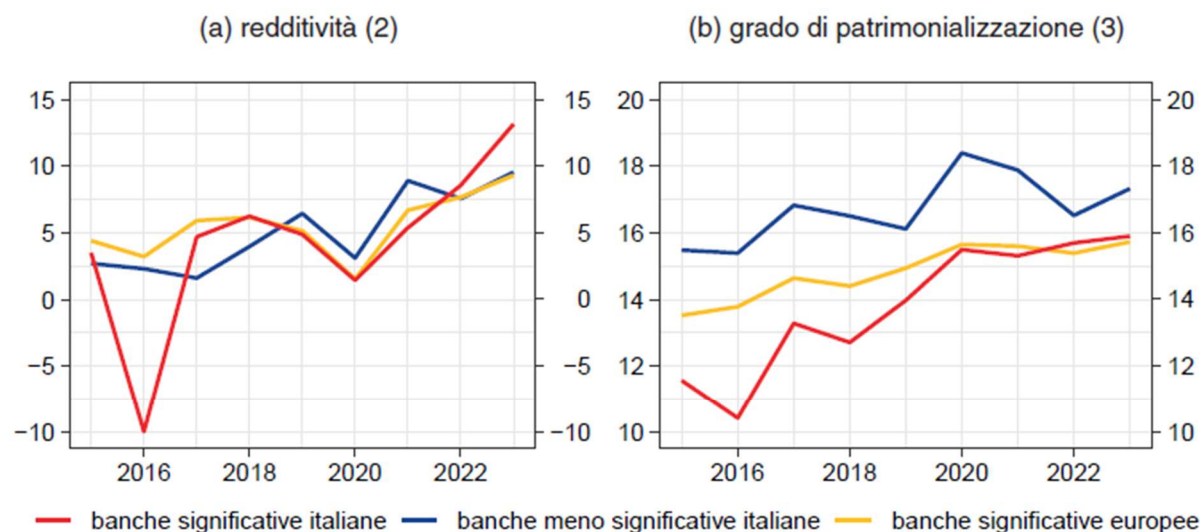
Dinamica di investimenti ed esportazioni in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro (variazione percentuale tra il 2019 e il 2023)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Figura 6

Redditività e patrimonializzazione delle banche italiane ed europee (1) (dati annuali; valori percentuali)

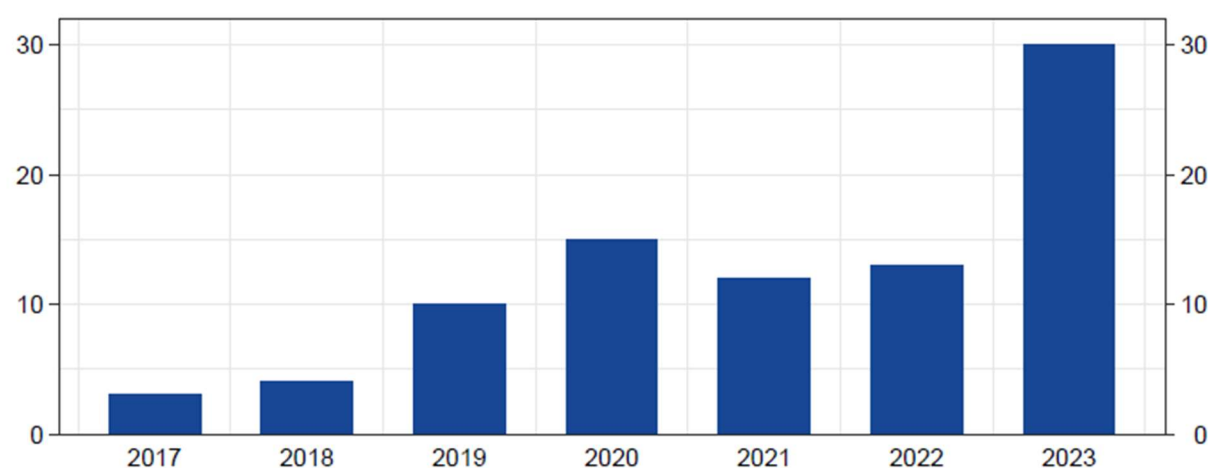


Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

(1) Sono considerate le banche con sede nei paesi che aderiscono all'Unione bancaria. – (2) Rendimento del capitale e delle riserve. – (3) Patrimonio di migliore qualità, rappresentato dal *common equity tier 1*, in rapporto alle attività ponderate per il rischio.

Figura 7

Incidenti cibernetici gravi segnalati da intermediari italiani
(numero di segnalazioni)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

Note

- 1 Questa valutazione è motivata dal limitato ammontare del debito dei paesi a basso reddito, complessivamente pari all'1 per cento del PIL mondiale.
- 2 **L'interscambio commerciale è misurato dalla somma di esportazioni e importazioni.**
- 3 Gli obiettivi indicati nel testo possono essere perseguiti promuovendo iniziative di partenariato e rafforzando le catene di approvvigionamento, sul modello del Piano Mattei e del progetto RISE (*Resilient and Inclusive Supply-chain Enhancement*), sostenuto dal G7 a Presidenza italiana, che mira a integrare i paesi a basso reddito nelle catene di approvvigionamento di prodotti per la transizione energetica.
- 4 **Il fabbisogno relativo agli investimenti pubblici e privati legati al clima viene stimato dalla Commissione europea in 620 miliardi di euro in media all'anno fino al 2030**; cfr. Commissione europea, *Relazione di previsione strategica 2023. Sostenibilità e benessere dei cittadini come fulcro dell'autonomia strategica aperta dell'Europa*, COM(2023) 376 final, 6 luglio 2023, p. 8. **A questa cifra vanno aggiunti 125 miliardi di euro all'anno per la transizione digitale e 75 miliardi annui per innalzare la spesa nel settore della difesa al 2 per cento del PIL, in linea con gli impegni presi in sede NATO.**
- 5 I dati si riferiscono allo Spazio economico europeo (che include Unione europea, Islanda, Liechtenstein e Norvegia). Il numero dei gruppi proprietari comprende sia i mercati regolamentati sia i sistemi multilaterali di negoziazione; cfr. ESMA, *Evolution of EEA share market structure since MiFID II*, 2023.
- 6 La relazione simbiotica tra l'esistenza di titoli sovrani e lo sviluppo del mercato dei capitali è confermata dall'esperienza di molti secoli. Le guerre che tra la fine del XVII e il XIX secolo sconvolsero l'Europa e il Nord America provocarono un forte aumento del debito pubblico in importanti paesi quali Regno Unito, Francia e Stati Uniti. Grazie anche a innovazioni normative che rafforzarono la credibilità dell'emittente sovrano, i titoli pubblici conquistarono progressivamente la fiducia degli investitori, generando transazioni intermedie in misura crescente da operatori professionali. Nel tempo ciò alimentò lo sviluppo di una gamma sempre più ampia di intermediari e servizi finanziari, capaci di attrarre risparmiatori più avversi al rischio e di ampliare la platea degli attori del mercato finanziario.
- 7 **Il tasso di interesse naturale è il tasso di interesse teorico compatibile con un livello del prodotto pari a quello potenziale e con un'inflazione in linea con l'obiettivo della banca centrale**; cfr. K. Wicksell, *Geldzins und Güterpreise: eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*, Jena, Fisher, 1898.
- 8 Nell'ultimo decennio le imprese italiane hanno aumentato di 10 punti percentuali i mezzi propri in rapporto alle passività finanziarie totali (ossia la somma di debiti finanziari e mezzi propri).
- 9 Nell'industria e nei servizi privati non finanziari la quota di occupati nelle imprese con almeno 250 addetti è salita al 24,5 per cento nel 2022, quasi 4 punti in più rispetto a dieci anni prima.
- 10 Per l'intera manifattura, includendo quindi anche il comparto dei mezzi di trasporto, i robot per 1.000 addetti erano 16,4 in Italia, contro 27,3 e 15,2 rispettivamente in Germania e in Francia. Negli ultimi anni l'automazione è cresciuta soprattutto nei comparti della farmaceutica, della metallurgia e dell'alimentare; cfr. il riquadro: *L'utilizzo*

di robot industriali in Italia nel confronto internazionale del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2023.

- 11 La stima ipotizza che la produttività del lavoro e il tasso di occupazione per genere e classe di età rimangano ai livelli del 2023.
- 12 Il tasso di occupazione nella fascia di età tra 20 e 34 anni è sceso al 49,6 per cento nel 2014 e solo di recente è tornato ad aumentare, raggiungendo il 57,8 per cento; rimane inferiore al picco del 62,1 per cento osservato nel 2007.
- 13 Per i laureati tra 20 e 34 anni il tasso di disoccupazione in Italia era pari nel 2019 al 12,3 per cento, più del doppio rispetto alla media dei primi cinque paesi di destinazione (Regno Unito, Germania, Svizzera, Francia e Spagna). Nel 2016, ultimo anno per il quale il confronto è possibile, le retribuzioni orarie lorde erano in termini reali di circa un quinto più basse.
- 14 **L'Italia è uno dei paesi europei con la quota più bassa di bambini fino a due anni che beneficiano di servizi per l'infanzia.**
- 15 Ad esempio, la detrazione ai fini Irpef per il coniuge a carico si azzerava non appena il reddito annuo lordo del coniuge supera 2.840 euro. Con riferimento ai trasferimenti, vi sono diversi casi in cui i benefici si riducono rapidamente al crescere delle risorse familiari, con correttivi modesti nel caso in cui la crescita rifletta l'ingresso nel mercato del lavoro di un componente del nucleo familiare.
- 16 In questa valutazione si assume che i tassi di occupazione per cella demografica (per età e genere) convergano agli attuali livelli medi dell'area dell'euro nei prossimi quindici anni.
- 17 Si fa riferimento alle misure contenute nei piani Industria 4.0, Transizione 4.0 e ora Transizione 5.0.
- 18 Per favorire il trasferimento tecnologico e la trasformazione digitale, in Italia operano sei diverse tipologie di strutture, per un totale di oltre 400 unità diffuse sul territorio. Esse si occupano di diffondere informazioni sulle potenzialità degli investimenti in tecnologie avanzate e di assistere le imprese nella misurazione del livello di maturità digitale, aiutandole a individuare le aree di intervento prioritarie. La rete delle strutture presenti potrebbe beneficiare di una maggiore specializzazione nei compiti svolti, data la sovrapposizione di ruoli tra le diverse tipologie di enti coinvolti.
- 19 In Italia la spesa privata in ricerca e sviluppo nel 2022 era appena lo 0,8 per cento del PIL, contro l'1,4 in Francia e il 2,1 in Germania; analoghi risultavano i divari in termini di brevetti registrati.
- 20 Il programma dell'Unione europea che finanzia ricerca e innovazione è *Horizon Europe*, successore di *Horizon 2020*. La sua dotazione ammonta a 95,5 miliardi per il periodo 2020-27. L'Italia ottiene dai programmi *Horizon* risorse molto inferiori (di circa il 30 per cento) al contributo che essa fornisce. Lo stesso accade in Francia e Germania, che però destinano alla ricerca risorse proprie molto più ampie. Al contrario, Stati membri come Spagna, Paesi Bassi, Belgio, Svezia, Danimarca e Finlandia ottengono un ammontare di finanziamenti nettamente superiore al loro contributo (cfr. ANVUR, *Sintesi. Rapporto sul sistema della formazione superiore e della ricerca*, 2023). Ulteriori finanziamenti europei afferiscono alla piattaforma per le tecnologie strategiche per l'Europa (STEP) e sono concentrati nel campo dell'intelligenza artificiale, della robotica e del *quantum computing*.

- 21 Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Le potenziali conseguenze dell'intelligenza artificiale per i lavoratori italiani* del capitolo 7 nella *Relazione annuale* sul 2023.
- 22 Nel 2022, secondo i dati dell'Eurostat, l'Italia contava circa 90.000 ricercatori in enti di ricerca e università, contro i 132.000 della Francia, i 187.000 della Germania e i 97.000 della Spagna.
- 23 Per approfondimenti, cfr. il capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2023.
- 24 Sulla base dell'indice di digitalizzazione dell'economia e della società della Commissione europea (DESI), in Italia dal 2017 l'offerta di servizi pubblici digitali a cittadini e imprese è cresciuta rispettivamente del 38 e del 43 per cento.
- 25 Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2020.
- 26 La *Relazione sull'economia non osservata e sull'evasione fiscale e contributiva* del 2023 e il suo aggiornamento dello scorso gennaio stimano che il *tax gap* (ossia il mancato adempimento degli obblighi di dichiarazione e versamento) relativo alle principali imposte sulle imprese e sul lavoro autonomo (IRAP, IVA, Ires ed Irpef da lavoro autonomo e impresa) è significativamente diminuito fra il 2014 e il 2021 (per oltre un punto percentuale del PIL, al 4 per cento). Con riferimento all'evasione fiscale e contributiva complessiva, la Relazione indica che sia la propensione all'evasione sia la sua entità in valore assoluto si sarebbero ridotte nel periodo 2016-21 (unico intervallo per cui sono disponibili stime omogenee), rispettivamente di 6 punti percentuali e di 24 miliardi.
- 27 Più precisamente, la riserva di capitale è pari all'1,0 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio di credito e di controparte verso i residenti in Italia. La metà di questo valore obiettivo dovrà essere costituita entro la fine di quest'anno, il rimanente 0,5 per cento entro il 30 giugno 2025.
- 28 *Indagine sul costo dei conti correnti nel 2022*, Banca d'Italia, gennaio 2024.
- 29 *Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano*, Banca d'Italia, aprile 2024.
- 30 Ci si riferisce al regolamento Digital Operational Resilience Act (DORA).
- 31 Il Comitato strategico del CERTFin è presieduto dalla Banca d'Italia e dall'ABI, e include la Consob, l'Ivass e l'ANIA.
- 32 Rapporti di collaborazione nel campo della sicurezza cibernetica sono stati stabiliti con il Ministero della Giustizia, il Dipartimento della Pubblica sicurezza del Ministero dell'Interno, l'Arma dei Carabinieri, la Guardia di Finanza.