

IL RISPARMIO

2-3

Anno LXVII - n. 2-3 aprile-settembre 2019

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



**REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA
PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA
*IL RISPARMIO***

1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo elisabetta.boccia@acri.it in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su <http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html>.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli standard linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione "note per gli autori", pubblicata sul sito della rivista www.ilrisparmioreview.it.

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

∞ La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.

∞ La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un feedback.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul Risparmio saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e EJEL.

IL RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Gino Gandolfi (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*«Il Risparmio Review» is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,
the electronic indexing and abstracting service
of the American Economic Association*

2/3

Anno LXVII – n. aprile-settembre 2019

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



Redazione:
Via del Corso, 267 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.ilrisparmioereview.it
www.acri.it

Codice ISSN 0035-5615 (print)
Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

SOMMARIO

95^a GIORNATA MONDIALE DEL RISPARMIO

Risparmio è sostenibilità.
Scelte di oggi per immaginare il domani

95th WORLD SAVINGS DAY
Savings means sustainability.
Choosing today to feed the future

Gli interventi di:

FRANCESCO PROFUMO

7

ANTONIO PATUELLI

23

IGNAZIO VISCO

31

ROBERTO GUALTIERI

49

ARTICOLI

ANTONIO PEZZUTO

I vincoli di bilancio nell'Unione Europea

European union budget constraints

65

95^a GIORNATA MONDIALE DEL RISPARMIO

95th World Savings Day

Risparmio è sostenibilità.
Scelte di oggi per immaginare il domani

*Savings means sustainability.
Choosing today to feed the future*

Roma, 31 ottobre 2019

FRANCESCO PROFUMO

Presidente di Acri
Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio SpA

Chairman of Acri
Association of Foundations and Savings Banks

“Risparmio è sostenibilità. Scelte di oggi per immaginare il domani” è questo il titolo che abbiamo deciso di approfondire quest’anno, perché oggi riflettere sul valore del risparmio può contribuire ad arricchire il dibattito sul tema dello sviluppo sostenibile, in questi mesi al centro dell’attenzione mediatica.

Fondazioni e Casse di Risparmio sono convinte che scegliere di preservare in maniera prudente e lungimirante parte delle risorse a disposizione sia la chiave per poter alimentare le aspirazioni di ciascuno di noi, a livello individuale e di sistema Paese. Per perfezionare la propria formazione, avviare un’impresa, comprare una casa, dar vita a una famiglia, ma anche progettare infrastrutture, costruire scuole, implementare reti di comunicazione innovative c’è bisogno di una visione orientata al risparmio, perché i nostri sogni per il futuro si alimentano con le scelte che facciamo oggi. Ma oggi risparmiare per immaginare il futuro non basta più. Dobbiamo scegliere anche per quale futuro stiamo risparmiando. Mai come oggi, il risparmio si rivela, infatti, come lo strumento cardine per immaginare il domani del nostro Paese e dell’intera umanità. Perché il modello di sviluppo, che si è affermato in Occidente a partire dalla seconda rivoluzione industriale e che si è consolidato e diffuso all’intero Pianeta lungo il secolo scorso, sta mostrando tutti i suoi limiti. Da più parti si sta levando la richiesta di una sua profonda revisione in un’ottica di sviluppo sostenibile.

PAROLE CHIAVE: RISPARMIO • SOSTENIBILITÀ • ECONOMIA • FINANZA • AMBIENTE

Savings means sustainability. Choosing today to feed the future” this is the title we decided to investigate this year, because today reflecting on the value of savings can contribute to enriching the debate on the theme of sustainable development, in these months at the center of media attention.

Foundations and Savings Banks are convinced that choosing to conserve in a prudent and far-sighted way part of the resources available is the key to being able to feed the aspirations of each of us, at the individual and system level. To perfect one’s education, start a business, buy a house, create a family, but also design infrastructures, build schools,

implement innovative communication networks, we need a vision geared towards saving, because our dreams for the future feeds on the choices we make today. But today, saving to imagine the future is no longer enough. We must also choose for which future we are saving. Never as today, in fact, saving turns out to be the key instrument to imagine the future of our country and of humanity as a whole. Because the development model, which has established itself in the West since the second industrial revolution and which has consolidated and spread to the entire planet throughout the last century, is showing all its limits. From many quarters the request for a profound revision is being raised in a sustainable development perspective.

KEYWORDS: SAVINGS • SUSTAINABILITY • ECONOMY • FINANCE • ENVIRONMENT

Gentili Signore e Signori,
in qualità di Presidente di Acri, l'associazione che rappresenta collettivamente le Fondazioni di origine bancaria e le Casse di Risparmio Spa, do il benvenuto a tutti i presenti, Autorità e Colleghi, ringraziando per aver accolto l'invito a partecipare a questo nostro incontro annuale, in occasione della celebrazione della 95ª edizione della Giornata Mondiale del Risparmio.

Do il benvenuto al Ministro dell'Economia e delle Finanze, Roberto Gualtieri, che per la prima volta partecipa a questa nostra iniziativa. Rivolgo a lui, a nome del Consiglio di Acri e mio personale, un sentito augurio per il prestigioso incarico che gli è stato affidato. Siamo certi che la sua competenza e l'esperienza maturata in sede europea gli consentiranno di svolgere con efficacia questo nuovo, delicato, incarico di governo. In quest'opera sarà di certo sapientemente coadiuvato dai funzionari del Ministero, che da anni prestano il loro servizio per il bene del Paese.

Saluto e ringrazio il Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, e il Presidente di Abi e amico, Antonio Patuelli, che da anni onorano Acri con la loro presenza alla Giornata Mondiale del Risparmio.

Per me si tratta di un esordio in questa manifestazione. Sono onorato di raccogliere il prestigioso incarico di portare avanti questa antica tradizione, che da novantacinque anni Acri organizza per esaltare e promuovere il valore economico e sociale del risparmio, quale strumento di crescita individuale e collettiva.

Risparmio è sostenibilità

“Risparmio è sostenibilità. Scelte di oggi per immaginare il domani” è questo il titolo che abbiamo deciso di approfondire quest’anno, perché oggi riflettere sul valore del risparmio può contribuire ad arricchire il dibattito sul tema dello sviluppo sostenibile, in questi mesi al centro dell’attenzione mediatica.

Fondazioni e Casse di Risparmio sono convinte che scegliere di preservare in maniera prudente e lungimirante parte delle risorse a disposizione sia la chiave per poter alimentare le aspirazioni di ciascuno di noi, a livello individuale e di sistema Paese. Per perfezionare la propria formazione, avviare un’impresa, comprare una casa, dar vita a una famiglia, ma anche progettare infrastrutture, costruire scuole, implementare reti di comunicazione innovative c’è bisogno di una visione orientata al risparmio, perché i nostri sogni per il futuro si alimentano con le scelte che facciamo oggi.

Per questo le Associate di Acri hanno tradizionalmente promosso il valore e la pratica del risparmio tra i giovani e nelle scuole. Dall’inizio del secolo scorso – e per certi versi anche prima – esse hanno praticato una sorta di educazione finanziaria ante-litteram, il cui obiettivo era avvicinare giovani e giovanissimi a una attenta, parsimoniosa e lungimirante gestione delle risorse.

Oggi il panorama dei soggetti attivi sul fronte dell’educazione finanziaria si è notevolmente arricchito e specializzato. L’odierna celebrazione della Giornata Mondiale del Risparmio conclude di fatto un intero mese dedicato al tema dell’educazione finanziaria, promosso in tutta Italia dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, dall’Abi e dalla Feduf. A tutti loro va riconosciuto il merito di aver portato il

tema all'attenzione del grande pubblico, con numeri considerevoli, che testimoniano l'ottimo successo di un'iniziativa che fa ben sperare per il futuro.

Ma oggi risparmiare per immaginare il futuro non basta più. Dobbiamo scegliere anche per *quale* futuro stiamo risparmiando. Mai come oggi, il risparmio si rivela, infatti, come lo strumento cardine per immaginare il domani del nostro Paese e dell'intera umanità. Perché il modello di sviluppo, che si è affermato in Occidente a partire dalla seconda rivoluzione industriale e che si è consolidato e diffuso all'intero Pianeta lungo il secolo scorso, sta mostrando tutti i suoi limiti. Da più parti si sta levando la richiesta di una sua profonda revisione in un'ottica di sviluppo sostenibile.

Generalmente si fa risalire l'origine della riflessione sul tema della sostenibilità all'inizio degli anni Settanta del secolo scorso e si individua nella pubblicazione del "Rapporto sui limiti dello sviluppo" (1972), da parte del cosiddetto Club di Roma, la genesi di una nuova sensibilità con cui scienziati, attivisti ed economisti hanno iniziato ad accostarsi al tema dello sviluppo. La consapevolezza che la quantità di risorse del Pianeta non è illimitata e che i tassi di crescita della popolazione cominciavano in quegli anni a incrementarsi rapidamente facevano prevedere facilmente, già all'epoca, che questo modello basato su una crescita e consumi senza limiti si sarebbe rivelato in breve di fatto insostenibile. In quegli stessi anni (1976) Fred Hirsch ampliò la riflessione, portando l'attenzione sui limiti sociali allo sviluppo, che a suo avviso, sul lungo periodo, si sarebbero rivelati più determinanti di quelli fisici.

È doveroso, però, ricordare che un diverso modello di economia, basato non sullo sfruttamento dell'uomo e dell'ambiente, ma su un rapporto "empatico" con le comunità e il territorio circostante ha sempre accompagnato il pensiero economico nel nostro Paese. Le sue origini risalgono all'Umanesimo, sono state teorizzate nel Settecento, hanno trovato autorevoli testimonianze nel Novecento nell'esperienza olivettiana e oggi sono alla base del fenomeno che chiamiamo "economia civile". Un pensiero che non può non esercitare su tutti noi un

grande richiamo alla responsabilità e alla necessità di riportare i valori tra le stelle polari che orientano le scelte economiche.

L'attuale modello sta producendo un impatto senza precedenti nella storia del rapporto tra l'uomo e la Terra e le evidenze scientifiche dell'impatto del cambiamento climatico sul Pianeta non sono più discutibili. L'Intergovernmental Panel on Climate Change (Ippc) voluto dalle Nazioni Unite continua a produrre report incontrovertibili che veicolano gli esiti della letteratura scientifica sull'argomento e hanno quantificato l'impatto che la produzione di elettricità e calore, l'agricoltura, l'allevamento, la deforestazione, l'industria, i trasporti, l'estrazione dei combustibili fossili, ovvero i tasselli che compongono il nostro attuale stile di vita, stanno producendo sull'innalzamento della temperatura sulla Terra.

Per questo motivo, in tutto il mondo, le maggiori istituzioni economiche e finanziarie (Osce, Financial Stability Board, Banca Mondiale) già da tempo si sono attivate per quantificare l'impatto economico che i cambiamenti climatici stanno già producendo sull'economia e per prevedere gli scenari degli impatti futuri, nel caso non ci sia una drastica e globale inversione di tendenza.

Sostenibilità non è solo ambientale

Ma la grande sfida dello sviluppo sostenibile non si riduce alla sola questione ambientale. La lotta al cambiamento climatico è solo uno dei diciassette Sustainable Development Goals, che l'Onu ha fissato, indicandoli come obiettivi da raggiungere entro il 2030 affinché lo sviluppo sia realmente sostenibile per tutta l'umanità. Gli altri SDGs vanno dalla lotta a fame e povertà all'istruzione, dalla giustizia alla parità di genere, dalle città al lavoro. Tutti insieme concorrono a delineare lo scenario di un pianeta in cui l'uomo si prende cura della qualità della vita di tutti, senza scaricare il costo sull'ecosistema e sulle generazioni future.

Negli ultimi decenni, di fronte a una crescita complessiva della ricchezza globale e all'affermarsi di economie di paesi un tempo detti

“emergenti”, assistiamo all’acuirsi delle disuguaglianze all’interno dei singoli paesi, dove la forbice tra le classi agiate e quelle svantaggiate si è ulteriormente allargata, oltre al fatto che la crisi finanziaria sembra aver pesato principalmente sui ceti medi.

Nel suo recente Rapporto annuale, Oxfam ha calcolato che 26 persone al mondo detengono una ricchezza pari a quella di 3,8 miliardi di persone. Mentre i già ricchi si arricchiscono di più ad una rapidità sempre maggiore, la velocità con cui si sta uscendo dalla povertà estrema si è dimezzata. Negli ultimi dieci anni il numero dei miliardari nel mondo è quasi raddoppiato; mentre, se fino al 2015 il numero di coloro che vivevano in povertà estrema (ovvero con meno di 2 dollari al giorno) scendeva di un punto percentuale all’anno, negli ultimi anni questa ha preso a contrarsi solo dello 0,5% all’anno. Oggi quasi la metà della popolazione mondiale vive con meno di 5,5 dollari al giorno, 262 milioni di bambini non possono andare a scuola e ogni giorno 10mila persone muoiono perché non possono permettersi cure (Banca Mondiale). E cambiamenti climatici e incremento della popolazione mondiale non faranno che aggravare questo scenario.

È senz’altro significativo, a riguardo, che il Premio Nobel per l’economia quest’anno sia stato assegnato a tre studiosi dello sviluppo che hanno concentrato il loro lavoro sui temi del contrasto alle disuguaglianze e della lotta alla povertà. Nelle motivazioni del premio, l’Accademia Reale Svedese delle Scienze ha tenuto a sottolineare che la loro ricerca “ha considerevolmente migliorato la nostra abilità di contrastare la povertà globale. In soli due decenni, il loro nuovo approccio sperimentale ha trasformato l’economia dello sviluppo, che è diventato ora un fiorente campo di ricerca”.

Ma il cambio di paradigma spesso evocato per mettere in discussione il modello di crescita infinita non può venire realizzato a scapito del nostro stile di vita, perché non è vero che produrre benessere in maniera sostenibile non sia possibile. Il progresso scientifico e tecnologico ci mette oggi nella condizione di ripensare il modo in cui produciamo e consumiamo le cose che compongono la nostra vita quotidiana, riducendo al minimo l’impatto sul Pianeta. L’economia

circolare oggi può contribuire a ribaltare la prospettiva. E già nel nostro Paese si stanno accumulando esperienze incoraggianti.

Anche l'Europa si sta riposizionando, rivendicando per sé il ruolo di leader globale sul fronte dello sviluppo sostenibile. La presidente della Commissione Europea Ursula von der Leyen, che si insedierà formalmente domani, nelle sue linee guida per il suo nuovo incarico "A Union that strives for more. My agenda for Europe" ha indicato l'obiettivo ambizioso di trasformare l'Europa nel primo continente "climate-neutral" del mondo. Per farlo ha promesso di lanciare uno "European Green Deal" nei primi cento giorni del suo mandato e di dar vita a un "Sustainable Europe Investment Plan", che, prevede, mobiliterà risorse pubbliche e private fino a mille miliardi di euro di investimenti nei prossimi dieci anni.

Il ruolo della Finanza

La riflessione sul rapporto tra risparmio e sostenibilità non può ovviamente prescindere dal ruolo importantissimo che in esso svolge il mondo della finanza. Non dobbiamo però cadere nell'errore di attribuire alla finanza un ruolo che essa non ha. Alla politica e ai governi compete definire i processi che orienteranno la transizione verso un nuovo ordine economico. La finanza, nel perseguire i propri obiettivi, potrà accompagnare questa transizione, indirizzando le scelte di investimento, privilegiando linee in sintonia con i criteri di sostenibilità.

Ad esempio, recentemente l'Associazione Bancaria Italiana ha sottoscritto i sei "Principi per un'attività bancaria responsabile", presentati recentemente dall'Unep-FI United Nations Environment Programme - Finance Initiative, che impegna il mondo della finanza a orientare le proprie strategie aziendali in vista di un sempre minor impatto sull'ambiente. Insieme all'Abi, che si è impegnata a diffonderli tra i propri associati, questi principi per fare banca "responsabilmente" sono stati sottoscritti da più di cento istituzioni finanziarie di tutto il mondo, che, quanto a risorse gestite, rappresentano oltre un terzo del settore bancario globale.

Ci troviamo di fronte a una grande metamorfosi in atto anche nel

mondo della finanza, che apre inedite opportunità per tutti gli attori in campo. Le scelte di investimenti nuovi, che spostano risorse dalla “brown economy”, legata allo sfruttamento delle risorse e ai combustibili fossili, alla “green economy”, che privilegia risorse rinnovabili ed economia circolare, sono in grado di contribuire a riformare il nostro modello di sviluppo.

Ci sono infatti istituzioni in Italia e in Europa che hanno già assunto decisioni concrete in direzione del cambiamento. Ad esempio la Banca Europea per gli Investimenti ha deciso di sostenere la transizione energetica dell’Ue, azzerando nei prossimi anni il finanziamento al settore delle fonti fossili. Nel nostro Paese la Banca d’Italia ha recentemente stabilito di rivedere le proprie strategie di investimento, privilegiando scelte in linea con gli ESG. Si tratta di un segnale importante e concreto, che diffonde pratiche di investimento sostenibili che, oltre ad assicurare minori rischi, non penalizzano la redditività. L’intero mondo del credito nazionale non resterà insensibile alle scelte della Banca centrale.

Un approfondimento particolare meriterebbe l’articolato mondo della finanza sostenibile, che è esplicitamente vocata a selezionare esclusivamente investimenti di lungo periodo che integrano criteri ambientali, sociali e di governance. È un settore in crescita in tutto il continente e merita di essere approfondito e incoraggiato. La finanza sostenibile mette in campo diverse strategie che vanno dalle “esclusioni” (divest-invest) alle “best in class”, fino a quella certamente più innovativa e con prospettive molto incoraggianti che è l’impact investing, che diverse Fondazioni stanno già sperimentando con successo.

Non ho la pretesa né l’intenzione di produrre una puntuale rassegna del cambio di rotta della finanza nazionale e internazionale. Ho citato solo alcuni esempi importanti per testimoniare un vento nuovo che sta spirando. Ci sono però due casi che conosciamo da vicino e sui quali vorrei brevemente richiamare l’attenzione: la Cassa Depositi e Prestiti e le Casse di Risparmio.

Alla fine dello scorso anno Cdp – al cui azionariato le Fondazioni

partecipano dal 2003 – ha presentato il Piano industriale 2019-21, un documento chiaramente orientato sul fronte della sostenibilità e che punta a una rinnovata vicinanza ai territori. Il Piano ridisegna l’operatività di Cassa, rinnovando la sua tradizionale propensione alla promozione di uno sviluppo sostenibile e inclusivo. Oltre al grande intervento di housing sociale su cui mi soffermerò più avanti, Cdp è attiva nel supportare l’innovazione e l’accesso al credito delle PMI, sostenere l’edilizia scolastica e l’efficienza energetica degli edifici pubblici, promuovere l’economia circolare e finanziare programmi di cooperazione internazionale. Inoltre nei prossimi anni Cdp intende attuare un graduale riorientamento degli impieghi, valutando l’impatto ambientale e sociale delle iniziative finanziate. Al nuovo presidente, Giovanni Gorno Tempini, esprimiamo i nostri sinceri auguri di buon lavoro e al presidente uscente, Massimo Tononi, rinnoviamo il ringraziamento per il lavoro svolto in questi mesi.

Concludo questa parte del mio intervento dedicata al mondo del credito, con un breve cenno alle Casse di Risparmio. Sopravvissute ai livori propagandistici di un pensiero unico, che predicava come strada imprescindibile quella dell’aggregazione in grandi gruppi e l’insostenibilità di modelli altri di fare banca, le Casse di Risparmio si confermano invece oggi imprese sostenibili e vicine ai territori e ai loro bisogni. Come in altri Paesi, esse si ritagliano il ruolo di “local significant bank” e si confermano come portatrici di un modus operandi originale, tutt’altro che superato. Ispirate a un sistema valoriale e di business diverso, le Casse di Risparmio, insieme alle altre piccole banche dei territori, si presentano come attori che contribuiscono con la loro azione responsabile e di prossimità all’affermazione dello sviluppo sostenibile.

Le Fondazioni tra gli attori del cambiamento

La sostenibilità del nostro Paese è di fronte a sfide epocali che impongono una riflessione condivisa, lontana da schiamazzi propagandistici e scelte improvvisate di corto respiro: da un lato il progressivo invecchiamento della popolazione, dall’altro la gestione dei flussi migratori, dei quali – è bene dirselo con franchezza – non abbiamo visto finora che un timido esordio.

Questi nuovi scenari che si profilano davanti ai nostri occhi vanno peraltro a innestarsi, nel nostro Paese, in un panorama di crisi ormai conclamata di quel sistema di welfare che ha accompagnato gli Italiani dal dopoguerra, perché le minori risorse disponibili nel bilancio statale e la crescita della platea dei potenziali beneficiari, da più di un ventennio, stanno facendo vacillare la stabilità dello stato sociale italiano. Per affrontare queste grandi questioni c'è bisogno di responsabilità e disponibilità a pensare sul lungo periodo. Dobbiamo allargare lo sguardo e provare a immaginare soluzioni innovative, mai sperimentate finora, che sappiano rispondere a queste sfide con fiducia e lungimiranza.

Nel nostro Paese le Fondazioni di origine bancaria sono riconosciute come uno degli attori del cambiamento, soprattutto nei campi dell'innovazione, della cultura e del welfare. Sono soggetti vocati per missione e per legge a promuovere lo sviluppo sostenibile dei loro territori. E da quasi trent'anni stanno concorrendo alla crescita sociale ed economica del Paese, attraverso la loro azione progettuale ed erogativa e con la gestione dei loro patrimoni. Lo fanno costruendo alleanze e partnership con diversi soggetti, pubblici e privati, per elaborare progettualità condivise, da sperimentare sui territori e da mettere a disposizione del Paese, perché possano essere replicate in contesti diversi. Per agilità potremmo ricondurre a quattro le priorità su cui le Fondazioni hanno stabilito di concentrare le loro energie: ambiente, cura delle fragilità, povertà minorile, disoccupazione giovanile.

Ambiente. Innanzitutto le Fondazioni promuovono l'efficientamento energetico delle città, accompagnando gli Enti locali in percorsi di revisione dei modelli di illuminazione delle strade e di riscaldamento e isolamento degli edifici pubblici. Sostengono la diffusione della mobilità sostenibile, incentivando l'adozione di auto elettriche da parte dei Comuni e l'implementazione di percorsi ciclabili nelle città. Inoltre promuovono la biodiversità, aiutando le organizzazioni che si occupano di tutelare parchi e aree verdi, che vengono protette e ripopolate. Infine sostengono la diffusione dell'educazione ambientale, supportando percorsi didattici nelle scuole volti a diffondere stili di vita sostenibili e l'imprenditorialità in ambito green e dell'economia circolare.

Cura fragilità. Le Fondazioni stanno sperimentando un modello d'intervento innovativo che individua nella comunità territoriale il soggetto protagonista per immaginare il welfare del futuro: è il welfare comunitario, che realizza praticamente il principio di sussidiarietà orizzontale sancito dalla Costituzione. Vengono così realizzati progetti di inserimento lavorativo e di autonomia dei disabili sviluppati nell'ottica del "dopo di noi", iniziative per la cura domiciliare degli anziani non autosufficienti, pratiche innovative per seguire i malati di Alzheimer, progetti di formazione e reinserimento dei detenuti, programmi per l'accoglienza e l'integrazione dei migranti e dei minori stranieri non accompagnati, fondazioni di comunità... In questo campo si inserisce anche il programma nazionale di housing sociale, rivolto a persone svantaggiate, che non riescono ad accedere al mercato immobiliare, ma che sono escluse dall'edilizia popolare. Tramite fondi di investimento locali sostenuti dalle Fondazioni e dal fondo nazionale Fia (Fondo Investimenti per l'Abitare), è stato messo in campo un investimento complessivo di 3 miliardi di euro, che prevede di realizzare oltre 20mila alloggi; dei quali circa un quarto sono già disponibili. L'intero programma immobiliare del Fia ha l'ambizioso obiettivo di tenere ferma la percentuale di consumo sotto il 10%. Ovvero, i progetti di housing prodotti attraverso il Fondo vengono realizzati quasi esclusivamente tramite il recupero del patrimonio immobiliare preesistente.

Povertà minorile. Oggi in Italia 1,26 milioni di minori (ovvero quasi il 12% degli under 18) vivono in condizione di povertà assoluta. Per rispondere a questa emergenza è nato il Fondo per il contrasto della povertà educativa minorile: davvero una straordinaria innovazione nel panorama sociale italiano. È un'inedita partnership pubblico-privato sociale, che vede pariteticamente rappresentati Governo, Fondazioni e Terzo settore, che ha stabilito di puntare sulla "comunità educante". Ovvero di coinvolgere tutte le "agenzie educative", come la scuola, la famiglia, le organizzazioni del Terzo settore e il privato sociale, l'assistenza sociale nella risposta a questa emergenza. Finora sono stati avviati 272 progetti in tutta Italia, che hanno raggiunto oltre 400mila bambini e ragazzi.

Disoccupazione giovanile. Di fronte al dato allarmante della disoccupazione giovanile in Italia che si attesta ormai oltre il 30% (con punte superiori al 50% nel Mezzogiorno), le Fondazioni hanno deciso di puntare sul sostegno alla creazione del cosiddetto ecosistema dell'innovazione: ovvero un habitat in cui le idee innovative possano acquisire concretezza e trasformarsi in progetti imprenditoriali concreti e sostenibili. In tutta Italia le Fondazioni stanno infatti dando vita a luoghi in cui far incontrare i diversi attori dell'innovazione: incubatori e spazi di coworking, in cui i giovani imprenditori trovano percorsi di tutoraggio e di accompagnamento nella delicata fase di passaggio dall'idea innovativa alla redazione del business plan, fino alla ricerca di investitori per dare finalmente "gambe" alla propria intuizione. In seno ad Acri si sta riflettendo sulla possibilità di realizzare un'iniziativa di sistema su questo fronte.

Tutti questi e tanti altri interventi realizzati dalle Fondazioni (sono circa 20mila l'anno) concorrono a favorire la coesione sociale sui territori. Laddove ci sono povertà, disagio e dispersione scolastica, Fondazioni e organizzazioni del Terzo settore portano speranza e progetti concreti di riscatto, che stimolano la partecipazione e il protagonismo delle comunità. Ovvero si contrastano disgregazione e miseria, puntando su formazione e convivenza. Perché solo una comunità coesa è sostenibile, perché è una comunità che cresce al passo del più debole, che non lascia nessuno indietro, che offre opportunità per i giovani e sicurezza per gli anziani e le persone fragili, nel rispetto dell'ambiente.

* * *

Il percorso verso un sviluppo sostenibile ci coinvolge tutti. Governi, imprese, università, Terzo settore, singoli cittadini, tutti sono chiamati, nei rispettivi campi e con l'operatività che gli appartiene, a fare la propria parte. Immaginando inediti partenariati pubblico-privato, capaci di coniugare ambiente e sociale, che siano capaci di sradicare una narrazione eccessivamente conflittuale e catastrofista, che spesso va per la maggiore. Perché in questa sfida non ci saranno vincitori e vinti. Al contrario, dovremmo riuscire – in Italia e in Europa – a

individuare soluzioni condivise e inclusive, in grado di valorizzare il contributo di tutti, in un percorso collettivo volto a immaginare e realizzare un futuro che sia, davvero, per tutti. L'Europa può, su questo terreno, giocare il ruolo di leader, perché è ormai matura per questa rivoluzione gentile.

Grazie.

ANTONIO PATUELLI

*Presidente dell'ABI
Associazione Bancaria Italiana*

*Chairman of the ABI
Italian Banking Association*

Le banche in Italia hanno fatto “miracoli” anche nella riduzione dei costi della crisi: le sofferenze nette sono passate da 88 miliardi del 2015 ai 32 miliardi di agosto 2019.

Ora gli sforzi sono orientati sulle altre forme di crediti deteriorati. Ma è forte la preoccupazione di una possibile nuova recessione. La BCE, con i tassi a zero e negativi da tempo, sta sostenendo imprese, famiglie e Stati per la ripresa. Le Banche, pur penalizzate dai tassi, sono impegnate per la ripresa. Chiediamo alle Istituzioni di fare maggiori sforzi per la ripresa dello sviluppo e dell’occupazione, con più misure nazionali ed europee per i fattori della competitività. Sono urgenti opere pubbliche per tutta l’Italia, con efficienti servizi pubblici e connessioni con l’Europa e il mondo.

(...) Le Banche sono in prima fila contro il riciclaggio, strettamente connesso anche all’evasione fiscale. Le Banche sostengono alti costi per la legalità finanziaria.

In Italia crescono le transazioni tracciate, in connessione con circuiti internazionali.

Più crescono le transazioni elettroniche e più calano i costi di produzione per gli utenti che scelgono fra prodotti e servizi diversi e in concorrenza fra loro..

PAROLE CHIAVE: BANCHE • FINANZA • INNOVAZIONE • LEGALITÀ

Banks in Italy have also performed “miracles” in reducing the costs of the crisis: net non-performing loans have risen from 88 billion in 2015 to 32 billion in August 2019. Efforts are now focused on other forms of non-performing loans. But there is a strong concern about a possible new recession. The ECB, with zero and negative rates for some time, is supporting businesses, families and states for recovery. The banks, although penalized by interest rates, are committed to recovery. We call on the institutions to make greater efforts for the recovery of development and employment, with more national and European measures for competitiveness factors. Public works are urgent throughout Italy, with efficient public services and connections with Europe and the world.

(...) Banks are at the forefront of money laundering, which is also closely linked to tax evasion. The banks bear high costs for financial legality.

In Italy, tracked transactions are growing, in connection with internatio-

nal circuits.

The more electronic transactions grow, the lower the production costs for users who choose between products and services that are different and in competition with each other.

KEYWORDS: BANKS • FINANCE • INNOVATION • LEGALITY

È più complesso il risparmio con tassi addirittura negativi e quando, in economia, è cresciuto enormemente il ruolo degli algoritmi che non stimolano lo spirito critico.

Il mondo bancario deve favorire la consapevolezza e lo spirito critico nelle scelte finanziarie: le tecnologie debbono essere di supporto alle scelte umane.

Innovazione e legalità

Gli algoritmi sono utilissimi, ma non sono soggetti giuridici, dipendono da responsabilità umane.

Le banche debbono prevenire ed evitare abusi causati da algoritmi e dai nuovi “poteri forti” tecnologici sovranazionali che non debbono sovrastare il diritto.

Non ci arrenderemo mai di fronte alla tutela di tutti i diritti di libertà, per un capitalismo responsabile ed equo.

Dobbiamo umanizzare l’uso delle tecnologie.

Non dobbiamo subire passivamente i cambiamenti, ma usarli anche per nuove iniziative e nuove fonti di ricavo.

Il diritto internazionale, l’europeo e il nazionale debbono garantire la supremazia della legalità nello sviluppo delle nuove tecnologie.

Anche le crypto valute debbono essere preventivamente inquadrare nella legalità per evitare riciclaggio e illegalità.

La rivoluzione del digitale e degli algoritmi convive con l'assenza di una codificazione unitaria e con disomogeneità delle regole della concorrenza: anche i Trattati europei sono carenti e datati.

Gli algoritmi sono i nuovi protagonisti dei mercati e non debbono schiacciare, con abusi di posizioni dominanti, i diritti dei risparmiatori.

È inderogabile l'equilibrio fra diritti e tecnologie nella tutela del risparmio.

Il Parlamento europeo ha stabilito una responsabilità almeno "in vigilando" delle persone che programmano algoritmi e intelligenze artificiali.

Le attività bancarie e finanziarie sono frontiere avanzate in questi nuovi equilibri di doveri e diritti.

Tutela del risparmio è anche puntuale e corretta applicazione dell'innovativo accordo ABI-Sindacati del 2017 contro illecite pressioni commerciali.

Ora il costruttivo confronto per il nuovo Contratto Nazionale di Lavoro sta già producendo convergenze per nuove iniziative sulle sempre più nuove tecnologie.

Le banche

Il 4 novembre l'Unione Bancaria compie cinque anni: è molto cresciuta la Vigilanza unica, ma non le indispensabili codificazioni di Testi unici europei di diritto bancario, finanziario, tributario, fallimentare e penale dell'economia, senza i quali non è stata realizzata la prevista garanzia europea dei depositi.

Con tassi infimi e passivi, le Banche debbono ricalibrare il rischio, il cui costo non può essere sproporzionato rispetto ai tassi.

Le Banche debbono fare quasi dei “miracoli” per ottenere una redditività adeguata e rafforzare progressivamente i patrimoni, per sostenere una ripresa che sempre stenta.

Le Banche in Italia hanno dovuto fare “miracoli” per i salvataggi delle banche concorrenti che dal 2015 sono costati ben 12,5 miliardi di euro che continuano a crescere anche per altri costi relativi a tali crisi.

Il salvataggio di Carige è un successo delle Banche attraverso il Fondo interbancario di tutela dei depositi.

Le banche in Italia hanno fatto “miracoli” anche nella riduzione dei costi della crisi: le sofferenze nette sono passate da 88 miliardi del 2015 ai 32 miliardi di agosto 2019.

Ora gli sforzi sono orientati sulle altre forme di crediti deteriorati. Ma è forte la preoccupazione di una possibile nuova recessione. La BCE, con i tassi a zero e negativi da tempo, sta sostenendo imprese, famiglie e Stati per la ripresa.

Le Banche, pur penalizzate dai tassi, sono impegnate per la ripresa.

Chiediamo alle Istituzioni di fare maggiori sforzi per la ripresa dello sviluppo e dell’occupazione, con più misure nazionali ed europee per i fattori della competitività.

Sono urgenti opere pubbliche per tutta l’Italia, con efficienti servizi pubblici e connessioni con l’Europa e il mondo.

Lotta al riciclaggio e all’evasione fiscale

Le Banche sono in prima fila contro il riciclaggio, strettamente connesso anche all’evasione fiscale.

Le Banche sostengono alti costi per la legalità finanziaria.

In Italia crescono le transazioni tracciate, in connessione con circuiti internazionali.

Più crescono le transazioni elettroniche e più calano i costi di produzione per gli utenti che scelgono fra prodotti e servizi diversi e in concorrenza fra loro.

L'ABI non deve e non può fissare prezzi per prodotti e servizi in concorrenza.

Per “Euromonitor-Mastercard”, il livello medio dei costi dei pagamenti digitali in Italia è dell'1,1%, dell'1,6% in Olanda, 1,5% in Germania e 1,2% in Finlandia.

Non servono divieti inapplicabili e “grida” manzoniane, ma più cultura civica e incentivi per i dettaglianti, come avviene per i benzinai, per i pagamenti elettronici.

Il risparmio

Mentre crescono i dazi e i paradossi come Brexit, che stravolge la nazione solitamente più razionale, l'economia deve avere l'etica come stella polare.

I mercati aperti sono un mezzo per generare ricchezza e diffondere libertà: il commercio presuppone pace, fiducia e collaborazione.

Equilibrio e misura, sobrietà e rigore debbono essere presupposti del nuovo clima di fiducia, indispensabile per la ripresa dello sviluppo e dell'occupazione.

E come Jean Monnet, sono convinto che “negli affari la miglior furberia è l'onestà”.

IGNAZIO VISCO

Governatore della Banca d'Italia

Governor of the Bank of Italy

L'inflazione nell'area dell'euro resta su livelli troppo bassi, livelli sui quali si stanno schiacciando le aspettative a breve termine; emerge il rischio di un disancoraggio delle attese di medio-lungo periodo che si sono ancora allontanate dall'obiettivo di stabilità dei prezzi (fig. 2). L'inflazione attesa a distanza di cinque anni dai previsori professionali partecipanti all'indagine della Banca centrale europea (BCE) è diminuita dall'inizio dell'anno di circa due decimi di punto, all'1,6 per cento; quella desunta dalle quotazioni delle attività finanziarie indicizzate all'inflazione, che riflettono anche un premio per il rischio, è diminuita di quattro decimi di punto sull'orizzonte compreso tra i cinque e i dieci anni, all'1,2 per cento. La bassa inflazione e il rallentamento economico in atto vanno contrastati con decisione, anche per evitare che si traducano in una ulteriore progressiva riduzione delle aspettative o in un riemergere della minaccia di deflazione. Il Consiglio direttivo della BCE ha risposto in modo tempestivo, appropriato e proporzionato al peggioramento del quadro congiunturale e delle prospettive per i prezzi, varando un ampio insieme di misure espansive. Si è deciso di riavviare, da domani, gli acquisti netti di attività finanziarie, per un importo di 20 miliardi ogni mese (gli acquisti mensili avevano raggiunto gli 80 miliardi tra l'aprile del 2016 e il marzo del 2017); di ridurre di 10 punti base, al -0,5 per cento, il tasso di interesse sui depositi delle banche presso l'Eurosistema; di diminuire il costo e allungare la durata delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

PAROLE CHIAVE: INFLAZIONE • POLITICA MONETARIA • RISPARMIO • BANCHE

Inflation in the euro area remains at too low levels, levels on which short-term expectations are squeezing; the risk of a decoupling of medium / long-term expectations that have still moved away from the objective of price stability emerges (fig. 2). The expected inflation five years after the professional forecasters participating in the European Central Bank (ECB) survey decreased from the beginning of the year by about two tenths of a point, to 1.6 percent; that derived from the prices of financial assets indexed to inflation, which also reflect a risk premium, decreased by four tenths of a point on the horizon between five and ten years, to 1.2 percent. Low inflation and the ongoing economic slowdown must be firmly opposed, also to avoid that they translate into a further progressive

reduction in expectations or a re-emergence of the threat of deflation. The Governing Council of the ECB responded in a timely, appropriate and proportionate manner to the worsening economic situation and price outlook, launching a broad set of expansionary measures. It was decided to restart the net purchases of financial assets tomorrow, for an amount of 20 billion each month (monthly purchases had reached 80 billion between April 2016 and March 2017); to reduce the interest rate on bank deposits with the Eurosystem by 10 basis points, to -0.5%; to reduce the cost and lengthen the duration of new long-term targeted refinancing operations.

KEYWORDS: INFLATION • MONETARY POLICY • SAVINGS • BANKS • EUROSISTEM

La congiuntura

Le tensioni commerciali, il rallentamento della Cina e la persistente incertezza sulle modalità di uscita del Regno Unito dall'Unione europea hanno continuato a ripercuotersi sull'economia globale. Gli scambi internazionali, in flessione dallo scorso autunno, si sarebbero contratti anche nel secondo trimestre; nel complesso dell'anno aumenterebbero, ma a un ritmo inferiore all'1 per cento, il più basso dal 2009.

Nelle scorse settimane il Fondo monetario internazionale ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per il 2019 e il 2020 in quasi tutti i paesi. In prospettiva la domanda globale dovrebbe beneficiare delle misure di stimolo messe in atto nelle principali economie, ma i rischi restano elevati; sono aggravati dall'alto indebitamento pubblico e privato in molti paesi.

Nell'area dell'euro il forte calo dell'attività industriale, soprattutto in Germania, è stato finora parzialmente compensato dalla tenuta del settore dei servizi, che tuttavia sta anch'esso iniziando a mostrare segni di debolezza. Tra le maggiori economie, nel secondo trimestre il prodotto è diminuito in Germania ma ha continuato a espandersi in Francia e in Spagna. Se protratta, la contrazione dell'economia tedesca non potrà non estendersi ad altri paesi.

In Italia, dopo una crescita appena positiva nel secondo trimestre, l'attività economica dovrebbe essere rimasta pressoché invariata in estate. Il settore manifatturiero ha fortemente risentito, oltre che degli effetti negativi provenienti dal contesto globale, degli stretti legami produttivi e commerciali con la Germania; la sua debolezza dovrebbe essere stata compensata da una lieve espansione nel terziario e nelle costruzioni.

Nelle indagini condotte dalla Banca d'Italia tra settembre e ottobre, le imprese hanno espresso giudizi sulla situazione economica e sulla domanda per i propri prodotti meno sfavorevoli rispetto all'inizio dell'anno. Il rafforzamento dei piani di investimento potrebbe in parte riflettere la reintroduzione di incentivi fiscali nello scorso aprile; non ha riguardato le aziende che vendono in Germania, le cui intenzioni di spesa si sono ulteriormente ridimensionate.

Nonostante la contrazione del commercio mondiale, nel secondo trimestre è continuata la crescita delle esportazioni; l'avanzo di conto corrente del Paese ha consentito di ridurre ancora la posizione debitoria netta sull'estero, ormai prossima al pareggio. I nuovi dazi annunciati dall'amministrazione statunitense nei confronti dell'Unione europea riguardano una quota limitata delle esportazioni italiane verso gli Stati Uniti, ma i loro effetti indiretti potrebbero essere non trascurabili.

Grazie alla diminuzione dell'incertezza sull'orientamento delle politiche economiche nazionali, alle minori tensioni con le istituzioni europee e al maggiore accomodamento monetario, i rendimenti dei titoli di Stato italiani si sono ridotti in misura significativa, raggiungendo livelli storicamente molto bassi; sulla scadenza decennale sono oggi intorno all'1 per cento. Il differenziale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi è sceso dal picco relativo di quasi 290 punti base alla fine dello scorso mese di maggio a poco più di 130 nell'ultima settimana (fig. 1); esso resta però più elevato di quello registrato dai titoli pubblici di altri paesi dell'area, quali la Spagna e il Portogallo. Alla flessione ha contribuito anche il calo del premio per il rischio di ride-nominazione, sceso quasi a 30 punti base, un livello simile a quello dei primi mesi del 2018.

Le condizioni finanziarie accomodanti attenuano gli effetti restrittivi provenienti dal contesto globale; per la nostra economia si tratta di un'opportunità da non disperdere. In prospettiva l'onere medio del debito resterebbe su una traiettoria discendente, riducendo lo sforzo necessario a ottenere un avanzo primario sufficiente a garantire l'equilibrio dei conti pubblici. Il calo degli interessi sui titoli di Stato si è già riflesso in una significativa diminuzione del costo della raccolta bancaria all'ingrosso e delle obbligazioni emesse dalle imprese; sono lievemente scesi anche i tassi di interesse sui prestiti bancari a famiglie e imprese, che rischiavano di aumentare significativamente qualora le tensioni nel mercato dei titoli pubblici non fossero rientrate nel corso dell'anno.

La politica di bilancio mira a un difficile equilibrio tra controllo dei conti e sostegno dell'economia. Per contrastare efficacemente il rallentamento ciclico gli interventi vanno selezionati in base al loro impatto sulla domanda aggregata; va assicurato altresì il conseguimento effettivo dei saldi previsti, necessario per non indebolire la fiducia del settore privato. Una strategia di riduzione decisa e duratura dell'incidenza del debito pubblico sul prodotto richiede di agire anche sul potenziale di crescita con iniziative concrete per migliorare il contesto nel quale si svolge l'attività economica. Dare certezze sulle condizioni e sulle prospettive delle finanze pubbliche resta essenziale per proteggere il risparmio, che si crea e si alimenta solo se l'economia cresce a tassi sufficientemente elevati, lungo una traiettoria equilibrata e sostenibile.

La politica monetaria e il risparmio

L'inflazione nell'area dell'euro resta su livelli troppo bassi, livelli sui quali si stanno schiacciando le aspettative a breve termine; emerge il rischio di un disancoraggio delle attese di medio-lungo periodo che si sono ancora allontanate dall'obiettivo di stabilità dei prezzi (fig. 2). L'inflazione attesa a distanza di cinque anni dai previsori professionali partecipanti all'indagine della Banca centrale europea (BCE) è diminuita dall'inizio dell'anno di circa due decimi di punto, all'1,6 per cento; quella desunta dalle quotazioni delle attività finanziarie in-

dicizzate all'inflazione, che riflettono anche un premio per il rischio, è diminuita di quattro decimi di punto sull'orizzonte compreso tra i cinque e i dieci anni, all'1,2 per cento.

La bassa inflazione e il rallentamento economico in atto vanno contrastati con decisione, anche per evitare che si traducano in una ulteriore progressiva riduzione delle aspettative o in un riemergere della minaccia di deflazione. Il Consiglio direttivo della BCE ha risposto in modo tempestivo, appropriato e proporzionato al peggioramento del quadro congiunturale e delle prospettive per i prezzi, varando un ampio insieme di misure espansive. Si è deciso di riavviare, da domani, gli acquisti netti di attività finanziarie, per un importo di 20 miliardi ogni mese (gli acquisti mensili avevano raggiunto gli 80 miliardi tra l'aprile del 2016 e il marzo del 2017); di ridurre di 10 punti base, al -0,5 per cento, il tasso di interesse sui depositi delle banche presso l'Eurosistema; di diminuire il costo e allungare la durata delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

Nel Consiglio vi sono stati unanimità sulla necessità di intervenire e un largo consenso sull'insieme degli interventi, sebbene non siano mancate vedute diverse circa la valutazione delle singole misure. Anche se vi è incertezza sugli effetti di alcune di esse, non vi sono motivi per dubitare della loro efficacia complessiva. L'intonazione della politica monetaria resterà pertanto decisamente espansiva finché necessario per sostenere la domanda aggregata e per questa via assicurare la stabilità dei prezzi.

Le nostre analisi suggeriscono che il programma di acquisti di titoli da parte della banca centrale è probabilmente lo strumento più efficace nelle attuali condizioni. Gli acquisti si trasmettono per il tramite di diversi canali: hanno effetti diretti sui rendimenti dei titoli oggetto dell'intervento; contribuiscono al miglioramento delle condizioni di offerta del credito; rafforzano l'impulso monetario all'intera economia attraverso effetti ricchezza e di ricomposizione dei portafogli.

Le conseguenze di una riduzione dei tassi ufficiali su valori ancor più negativi – il vero strumento “non convenzionale” tra quelli finora introdotti, visto che le operazioni di mercato aperto rientrano da sempre

nella “scatola degli attrezzi” dei banchieri centrali – vanno valutate con maggiore attenzione. Vi è evidenza che i tagli dei tassi di riferimento abbiano finora esercitato un impulso espansivo di rilievo. In prospettiva, tuttavia, i rischi di effetti collaterali indesiderati possono crescere quanto più a lungo i tassi ufficiali rimangono negativi e soprattutto quanto più basso è il loro livello.

Vi è la possibilità che i bilanci delle banche siano penalizzati da una riduzione dei margini di interesse, con ripercussioni sulla loro capacità di erogare prestiti, soprattutto alle famiglie e alle piccole imprese, e sulla trasmissione della politica monetaria. Al fine di contrastare questo rischio abbiamo accompagnato la nuova riduzione dei tassi ufficiali con la decisione di remunerare parte della liquidità in eccesso detenuta dalle banche presso l'Eurosistema a tassi nulli anziché negativi. I bilanci degli intermediari beneficiano d'altra parte delle condizioni molto vantaggiose (anche a tassi negativi) applicate ai prestiti erogati dall'Eurosistema.

È stato argomentato che con il permanere di tutta la struttura dei rendimenti su livelli molto contenuti, se non negativi, famiglie, imprese e investitori potrebbero essere indotti ad assumere rischi eccessivi, alimentando possibili disallineamenti dei prezzi delle attività finanziarie e reali dal loro valore economico fondamentale. Al momento non vi sono segnali di un aumento generalizzato degli squilibri nell'area dell'euro. Gli indicatori continuano a suggerire che la fase di debolezza dell'economia non sia transitoria e non segnalano rischi finanziari imminenti. Il Consiglio direttivo tiene sotto costante controllo questi sviluppi.

Negli anni successivi alla crisi finanziaria globale le famiglie italiane hanno mostrato cautela nel selezionare i loro investimenti di portafoglio. La quota dei depositi sul totale delle loro attività finanziarie ha continuato a crescere, portandosi lo scorso giugno a quasi il 30 per cento, anche in conseguenza della riduzione dei rendimenti di altri strumenti finanziari (fig. 3). Le famiglie hanno inoltre fortemente ridotto gli investimenti diretti in titoli obbligazionari, soprattutto quelli emessi dallo Stato e dalle banche, scesi rispettivamente al 3,3 e all'1,5

per cento, tre e sei punti percentuali in meno che nel 2007. Sono aumentati gli acquisti di strumenti del risparmio gestito (in particolare di prodotti assicurativi), la cui quota ha superato il 31 per cento lo scorso giugno, undici punti percentuali in più rispetto al 2007. Nel complesso si è accentuata la diversificazione del portafoglio.

In questo contesto le attività di tutela dei risparmiatori, che vedono impegnate la Banca d'Italia, la Consob e l'Ivass, rivestono particolare importanza. La nostra azione si svolge su più fronti. Da un lato, abbiamo rafforzato la vigilanza sulla trasparenza e correttezza dei prodotti bancari, da ultimo con le disposizioni sulla gestione dei reclami, sull'offerta di nuovi prodotti sul mercato e sui diritti degli utenti dei servizi di pagamento. Dall'altro lato, continuiamo ad accrescere il nostro impegno sia con i giovani sia con gli adulti in materia di educazione finanziaria, anche con riferimento agli effetti dell'applicazione delle tecnologie digitali agli strumenti di pagamento: stiamo completando il rinnovamento del materiale informativo per gli studenti; avvieremo a breve un nuovo portale di educazione finanziaria; collaboriamo intensamente con il Comitato costituito in sede nazionale.

La via principale per tutelare il risparmio resta la crescita. A questo obiettivo è oggi volto il mantenimento di condizioni monetarie molto accomodanti. A lungo andare, la remunerazione del risparmio non può che dipendere dalle prospettive dell'economia. L'insoddisfacente livello dei rendimenti di mercato è la conseguenza dell'insufficienza degli investimenti rispetto all'offerta di risparmio; più in generale, della debolezza della domanda, in conseguenza di andamenti sfavorevoli sia di lungo periodo, come quelli demografici, sia congiunturali, come il recente forte aumento dell'incertezza. Quest'ultima, se non contrastata, potrebbe accrescere ulteriormente la propensione al risparmio per scopi precauzionali, innescando un avvitalimento dell'attività economica che porterebbe non a un aumento ma a un calo del risparmio aggregato, come avevano convincentemente argomentato Ragnar Frisch e John Maynard Keynes ai tempi della Grande Depressione. Le politiche volte a stabilizzare l'economia, e non solo quelle monetarie, servono a contrastare questo rischio, stimolando investimenti e consumi.

Vi sarebbe una minore necessità di mantenere in vigore le nostre misure di politica monetaria per un periodo prolungato – mitigando anche il rischio di effetti collaterali negativi – se, nei paesi dove le condizioni di finanza pubblica lo permettono, la politica di bilancio contribuisse in modo incisivo a rafforzare la domanda aggregata e se in Europa venisse posto l’accento su riforme nella struttura e nel funzionamento dell’economia volte a rafforzare il potenziale di crescita, su cui la politica monetaria poco può agire.

Le banche

In Italia la seppur modesta ripresa dell’attività economica registrata negli scorsi anni ha contribuito al miglioramento della qualità degli attivi bancari, proseguito anche più di recente, quando si è registrata una stasi della crescita. Nel primo semestre di quest’anno l’incidenza dei crediti deteriorati al netto delle rettifiche di valore sul totale dei prestiti è scesa dal 4,3 al 4,0 per cento per il complesso del sistema; era del 9,8 alla fine del 2015. Secondo i piani di riduzione presentati dalle banche, sia quelle significative sia le minori, dovrebbe ridursi ancora, intorno al 3 per cento, alla fine del 2021 (fig. 4).

In prospettiva, tuttavia, la dinamica dei prestiti deteriorati potrebbe risentire del protrarsi dell’attuale fase di debolezza ciclica. L’azione di rafforzamento dei bilanci deve quindi proseguire in modo ordinato ma risoluto, in particolare per gli intermediari di minore dimensione, che rispetto ai gruppi significativi presentano incidenze dei crediti deteriorati più elevate e tassi di copertura più contenuti.

I progressi nella qualità degli attivi bancari hanno beneficiato dello sviluppo del mercato dei crediti deteriorati: nel triennio 2016-18 l’ammontare delle cessioni è stato pari, al lordo delle rettifiche, a oltre 120 miliardi; quest’anno sono state concluse vendite per circa 20 miliardi. Vi hanno contribuito non solo la possibilità di ricorrere alla garanzia pubblica sulla cartolarizzazione di sofferenze (GACS), rinnovata a marzo di quest’anno, ma anche i primi frutti delle riforme volte a ridurre i tempi delle procedure di recupero, la cui lunghezza disincentiva gli investitori e incide sui prezzi delle cessioni. Il tempo

atteso necessario per la vendita degli immobili oggetto di procedura è sceso da oltre tre a circa due anni. È diminuita anche la durata attesa del complesso delle operazioni precedenti la vendita, seppure di soli tre mesi, a poco più di due anni. Ci sono margini per ulteriori riduzioni, anche attraverso la diffusione delle buone prassi organizzative promosse dal Consiglio Superiore della Magistratura, i cui effetti già si osservano in alcune aree del Paese.

Progressi possono derivare anche da un maggiore ricorso a operatori specializzati nella ristrutturazione e nel rilancio di imprese in situazione di temporanea difficoltà (come ad esempio i fondi di turnaround). Ne potrebbe risultare il rientro in bonis di parte delle esposizioni deteriorate classificate come “inadempienze probabili”, con benefici per i bilanci bancari e per l’economia.

Il settore del recupero crediti è cresciuto in modo molto significativo negli anni recenti. Si tratta di uno sviluppo che ha favorito la riduzione delle esposizioni deteriorate nei bilanci bancari ma che non è esente da criticità. Inefficienze nell’attività di recupero possono distruggere valore, riportare rischi nei bilanci bancari e, in casi estremi, riflettersi sulla garanzia prestata dallo Stato attraverso il meccanismo della GACS. La Vigilanza mantiene alta l’attenzione sugli intermediari del settore soggetti alla propria supervisione.

La redditività bancaria ha beneficiato del basso costo della raccolta e del calo dell’incidenza delle perdite e delle svalutazioni sui prestiti; al netto di componenti straordinarie, nei primi sei mesi del 2019 il rendimento del capitale si è collocato al 7 per cento circa su base annua. Il margine di interesse continua a rimanere sotto pressione, anche per l’elevata concorrenza nel mercato dei prestiti alla clientela di migliore qualità. Le azioni volte a diversificare i ricavi e, ancora, a contenere i costi devono continuare, soprattutto per gli intermediari minori; la riduzione dei costi operativi delle banche meno significative è stata di poco meno dell’1 per cento nella prima metà di quest’anno, a fronte di una flessione di quasi il 4 registrata dai gruppi significativi.

Il miglioramento della redditività è necessario, non solo per le banche

italiane, per affrontare le sfide poste dalle pressioni concorrenziali, dalla regolamentazione prudenziale, dal nuovo quadro europeo di gestione delle crisi, nonché dagli sviluppi dell'innovazione tecnologica nel campo finanziario. È imprescindibile per banche di piccola e media dimensione che ancora risentono degli effetti della profonda e prolungata recessione economica, in particolare nel Mezzogiorno. Pesano, tra gli altri, i maggiori ostacoli che incontrano nell'accesso al mercato per raccogliere finanziamenti e capitale di rischio.

Le diversità nel settore dell'intermediazione finanziaria – l'eterogeneità per dimensione, modello di attività, forma societaria – possono essere importanti per il corretto funzionamento del sistema. Esse, tuttavia, devono essere compatibili con l'equilibrio economico degli intermediari, che rappresenta la condizione necessaria per la permanenza sul mercato. Da questa prospettiva, la realizzazione di forme di integrazione può fornire un contributo rilevante, consentendo di sfruttare le economie associate a una più ampia scala operativa, a una maggiore possibilità di estendere l'offerta di prodotti alla clientela, all'utilizzo di tecnologie innovative.

Con l'avvio quest'anno dell'operatività dei due nuovi gruppi bancari cooperativi, Iccrea e Cassa Centrale Banca, il comparto potrà continuare a sostenere le economie dei territori di riferimento in condizioni di maggiore solidità. A seguito della riforma la struttura del sistema bancario italiano è mutata significativamente, in direzione di una minore frammentazione dell'offerta. A giugno scorso ai dodici gruppi significativi (dei quali fanno parte entrambi i gruppi cooperativi) faceva capo quasi l'80 per cento del complesso degli attivi del sistema.

Molte delle circa 90 banche non significative, escluse le Raiffeisen per le quali è prevista la costituzione di un sistema di protezione istituzionale, operano con una scala particolarmente contenuta che si riflette, tra l'altro, sulla loro capacità di adeguare i modelli operativi agli sviluppi tecnologici: oltre la metà hanno attività inferiori a 1,5 miliardi, più di un terzo al di sotto del miliardo. Efficaci forme di integrazione vanno perseguite anche in questo comparto, soprattutto tra le popolari minori che soffrono dei problemi di governo societario

tipici del modello cooperativo. Per queste ultime vanno resi rapidamente operativi le iniziative e i progetti di rafforzamento che auspichiamo ormai da tempo.

* * *

Per sfruttare appieno il potenziale espansivo delle misure adottate dal Consiglio direttivo della BCE anche le altre politiche devono muoversi nella stessa direzione. Bilanci pubblici orientati al sostegno dell'attività economica dell'area dell'euro possono favorire un più veloce ritorno alla stabilità dei prezzi. Per rendere sostenibile nel tempo una crescita più elevata servono riforme che rimuovano gli ostacoli allo sviluppo, promuovano l'innovazione, agevolino la modernizzazione del sistema produttivo. Agendo in isolamento la politica monetaria non potrebbe che continuare a muoversi lungo il terreno delle misure "non convenzionali", con un rischio crescente di effetti indesiderati, da tenere sotto controllo anche con strumenti sempre più di natura amministrativa.

L'Unione economica e monetaria resta incompleta. Come ha ricordato lunedì scorso il Presidente della BCE, l'area dell'euro ha bisogno di "una capacità di bilancio di entità e struttura adeguate: sufficientemente ampia per stabilizzare l'unione monetaria". Nelle attuali circostanze, le difficoltà causate dalla mancanza di una tale capacità sono evidenti. Non si limitano all'impossibilità di utilizzare la leva fiscale a sostegno della domanda aggregata ma si estendono agli ostacoli che ne conseguono per la conduzione della politica monetaria e la trasmissione dei suoi stimoli: pesa nell'area l'assenza di un'attività finanziaria comune, ritenuta sicura come sono i titoli di debito sovrani nelle altre principali economie.

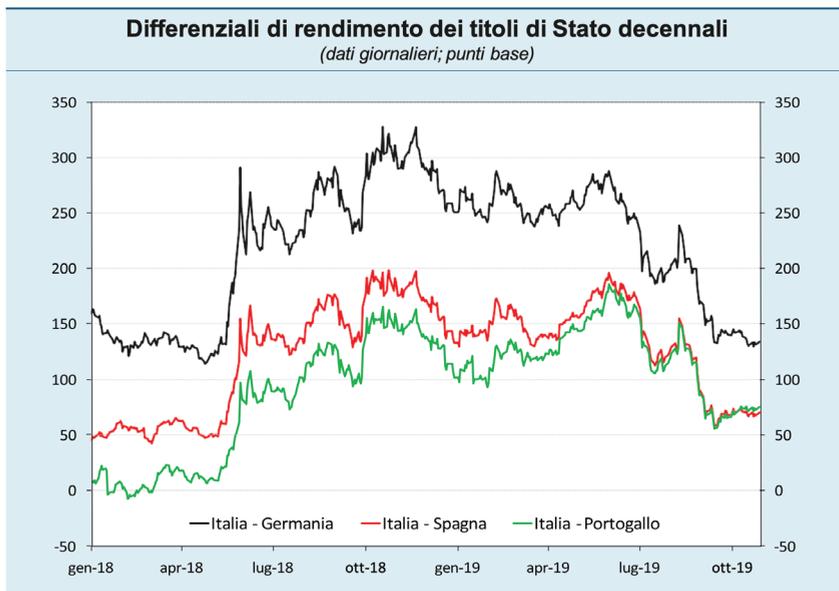
Gli Stati membri potrebbero comunque coordinare le proprie politiche come già avvenne all'apice della crisi finanziaria globale. Questa possibilità non dovrebbe essere oggi esclusa, valutando per tempo, a fini preventivi, l'ampiezza del rischio di tornare in una situazione di emergenza. Innalzare la capacità di crescita dell'economia europea richiede altresì di concentrare gli sforzi verso quegli ambiti che sono oggi più

rilevanti, come le nuove tecnologie digitali e la protezione dell'ambiente. Lo si può fare definendo un programma comune di investimenti pubblici finalizzati anche al miglioramento e alla riconversione delle principali infrastrutture – energia, trasporti, servizi urbani – per migliorarne la qualità, ridurre l'impatto ambientale e attivare quegli investimenti privati che, in assenza di una chiara indicazione strategica, oggi stentano a materializzarsi. Un programma siffatto potrebbe contribuire a innescare progetti di ricerca e sviluppo, con ricadute a lungo termine sulla produttività e sul potenziale di crescita dell'Unione.

Nel clima di sfiducia emerso negli ultimi anni, anche in seguito ai danni provocati dalla crisi finanziaria e da quella dei debiti sovrani, la propensione a considerare un'azione di bilancio coordinata è diminuita. In attesa che maturi la consapevolezza della necessità di intervenire a livello europeo, l'Italia deve sfruttare le favorevoli condizioni finanziarie per delineare con chiarezza e avviare con decisione il necessario processo di cambiamento. Questo riguarda i settori produttivi, l'amministrazione pubblica, la definizione e il rispetto delle regole. Lo sviluppo delle aree più arretrate e il potenziamento delle risorse disponibili, in primo luogo di conoscenza, richiedono un forte impegno. Una ricomposizione del bilancio pubblico che consenta di accrescere le risorse dedicate agli investimenti, materiali e immateriali, può stimolare l'attività economica oltre il breve termine.

Ma per innalzare il potenziale di crescita serve un'opera collettiva: la politica economica ha il compito di definire la cornice adeguata, fornendo incentivi e rimuovendo i freni all'attività produttiva; le imprese e le banche devono essere pronte a investire per cogliere le occasioni offerte dal mercato e dalla tecnologia; tutti devono contribuire al cambiamento ricercando nuove e maggiori competenze. Dal successo di una tale opera dipendono la possibilità di mettere a frutto il risparmio, la sostenibilità dello sviluppo economico e sociale, la capacità di tutelare gli equilibri ambientali e di creare lavoro.

Figura 1



Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni su dati Bloomberg.

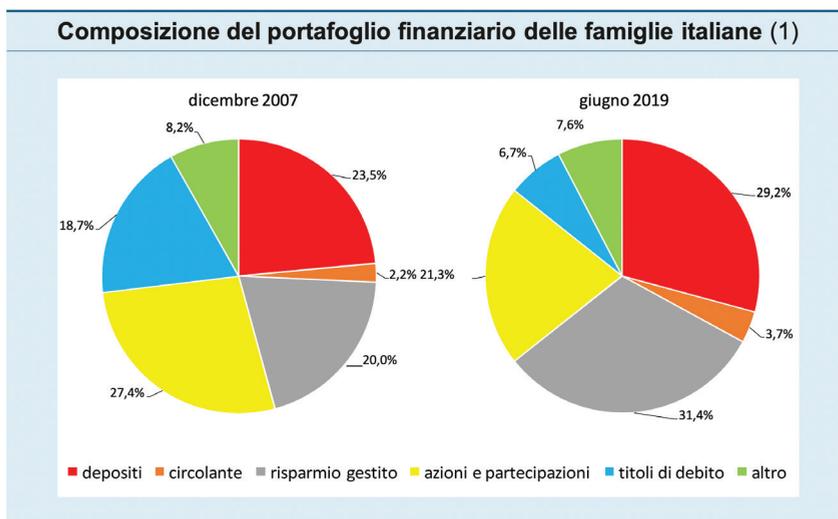
Figura 2



Fonte: Banca d'Italia, Bollettino economico, ottobre 2019.

(1) Un aumento dell'indicatore segnala l'intensificarsi del legame tra forti ribassi delle attese di inflazione a breve termine e quelli delle attese a lungo termine.

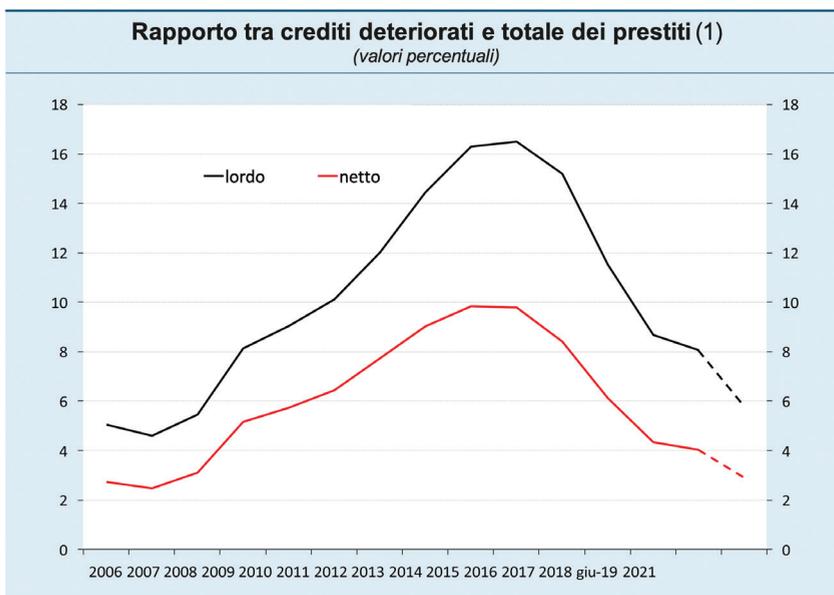
Figura 3



Fonte: Banca d'Italia.

(1) La voce "risparmio gestito" comprende fondi comuni, riserve assicurative ramo vita e fondi pensione (escluso TFR); la voce "altro" comprende crediti commerciali e altri crediti, derivati e stock option, TFR e tutte le altre componenti assicurative non incluse nel risparmio gestito.

Figura 4



Fonte: Banca d'Italia.

(1) Il rapporto "lordo" è quello tra le esposizioni deteriorate (sofferenze, inadempienze probabili e esposizioni scadute e/o sconfinanti) e il totale dei prestiti al lordo delle rettifiche di valore; il rapporto "netto" si riferisce agli aggregati al netto delle rettifiche di valore. I rapporti relativi al 2021 sono stimati sulla base dei piani di riduzione concordati dalle banche con le autorità di vigilanza.

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

ROBERTO GUALTIERI

Ministro dell'Economia e delle Finanze
Minister of Economy and Finance

È sostenibile la finanza che incoraggia l'orientamento dei flussi di capitali privati verso l'economia sostenibile. La finanza sostenibile è quella capace di sostenere la transizione da un'economia brown a un'economia green, che vede prevalere prodotti eco-compatibili fonti energetiche rinnovabili, strategie ispirate al paradigma dell'economia circolare. In secondo luogo possiamo parlare di sostenibilità dei sistemi finanziari, riferendoci alla loro capacità di essere stabili e di assistere l'economia reale nel lungo periodo. E infine, la sostenibilità è anche un criterio determinante per la finanza pubblica, in particolare per un Paese come l'Italia che ha accumulato un debito pubblico imponente. E così come l'elevato livello di risparmio rafforza la sostenibilità della finanza pubblica italiana, così allo stesso modo una finanza pubblica sostenibile concorre a garantire la tutela del risparmio. In tutte e tre queste dimensioni il binomio risparmio-sostenibilità, non va concepito tuttavia in modo statico, ma per essere virtuoso deve poggiare su una cruciale componente dinamica: la capacità di generare e orientare la crescita, che a sua volta rimanda da un lato ad un processo di intermediazione finanziaria e di trasformazione della maturità e dall'altro al ruolo delle politiche pubbliche.

(...) Una seconda declinazione del concetto di sostenibilità riguarda la sostenibilità del sistema bancario e finanziario sia sul piano macro del sistema nel suo complesso, sia su quello micro dei singoli operatori del sistema. Su questo aspetto credo sia opportuno sgombrare il campo da concezioni dicotomiche come il presunto trade-off tra stabilità e crescita che si sente spesso evocare quando si parla degli obiettivi della regolamentazione bancaria e finanziaria. Non ci può essere crescita sostenibile dell'economia reale senza stabilità finanziaria, così come la stabilità finanziaria senza la crescita dell'economia reale è in realtà una stabilità solo apparente e non sostenibile nel lungo periodo, perché destinata a commutarsi in instabilità nei periodi di ciclo avverso. E, questo è un approccio che l'Italia ha sostenuto nel dibattito europeo degli ultimi anni, riscuotendo da ultimo qualche successo, per quanto concerne ad esempio una migliore calibrazione della definizione degli elementi di stabilità finanziaria e di incoraggiamento alla crescita sostenibile a partire anche naturalmente dal tema della proporzionalità nell'applicazione delle regole.

PAROLE CHIAVE: ECONOMIA SOSTENIBILE • SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO
• INVESTIMENTI

Finance that encourages the orientation of private capital flows towards a sustainable economy is sustainable. Sustainable finance is that capable of supporting the transition from a brown economy to a green economy, which sees eco-compatible products prevail, renewable energy sources, strategies inspired by the circular economy paradigm. Secondly, we can talk about the sustainability of financial systems, referring to their ability to be stable and to assist the real economy in the long run. And finally, sustainability and also a decisive criterion for public finance, in particular for a country like Italy that has accumulated an impressive public debt. And just as the high level of savings strengthens the sustainability of Italian public finance, so in the same way a sustainable public finance helps to guarantee the protection of savings. In all three of these dimensions, the saving-sustainability combination should not be conceived in a static way, but to be virtuous it must rest on a crucial dynamic component: the ability to generate and guide growth, which in turn refers to a process of financial intermediation and transformation of maturity and on the other to the role of public policies.

(...) A second variation of the concept of sustainability concerns the sustainability of the banking and financial system both on the macro level of the system as a whole, and on the micro level of the individual system operators. On this aspect, I believe it is appropriate to clear the field of dichotomous concepts such as the presumed trade-off between stability and growth that is often evoked when we talk about the objectives of banking and financial regulation. There can be no sustainable growth of the real economy without financial stability, just as financial stability without the growth of the real economy is in reality a stability that is only apparent and not sustainable in the long term, because it is destined to switch to instability in the periods of cycle adverse. And, this is an approach that Italy has supported in the European debate over the last few years, finally receiving some success, as regards, for example, a better calibration of the definition of the elements of financial stability and encouragement of sustainable growth starting naturally also from the theme of proportionality in the application of the rules.

KEYWORDS: SUSTAINABLE • ECONOMY BANKING SYSTEM AND FINANCIAL • INVESTMENTS

Signor Governatore, Presidente Profumo, Presidente Patuelli, Autorità, Signore e Signori,

sono felice di partecipare a questo evento che ogni anno approfondisce la natura, il ruolo, e le condizioni nelle quali matura il risparmio. Vorrei rivolgere un mio personale ringraziamento a Giuseppe Guzzetti per l'intelligenza, la visione, lo spirito di servizio, il profondo senso delle istituzioni, con i quali ha saputo interpretare il suo ruolo di guida dell'Acri in questi anni. Grazie a queste attitudini e all'interlocuzione tra il Ministero dell'Economia e delle Finanze e il mondo delle fondazioni è stata conferita unitarietà e trasparenza consentendo un dialogo sempre chiaro e proficuo. E al Presidente Francesco Profumo rivolgo i miei migliori auguri di buon lavoro, un lavoro già avviato in maniera efficace e che ci aspettiamo reciprocamente utile e positivo. E naturalmente vorrei congratularmi con Giovanni Gorno Tempini per la sua elezione alla Presidenza della Cdp, una rappresentanza della fondazione, e ringraziare Massimo Bruni per il prezioso lavoro svolto.

Andiamo al tema di questa edizione della Giornata del Risparmio che sembra particolarmente stimolante nel mettere al centro la profonda connessione tra risparmio e sostenibilità. Risparmio, infatti, è sostenibilità. Perché non c'è tutela del risparmio senza sostenibilità e al tempo stesso la sostenibilità ha bisogno di risparmio e non può essere perseguita senza di esso. La propensione al risparmio è un elemento fondante, costitutivo - lo sappiamo bene - della cultura del nostro paese.

La Repubblica italiana lo incoraggia e tutela, come recita la Costituzione, è una componente essenziale degli orientamenti degli italiani che da sempre hanno una propensione verso il risparmio superiore a quella che si registra in molti altri paesi europei, dove i livelli di indebitamento delle famiglie sono molto più alti.

È quindi un fattore determinante della sostenibilità stessa della finanza pubblica e, più in generale, il risparmio è un pilastro dello stesso modello sociale europeo, della sua origine, delle sue conquiste e anche del suo necessario rilancio. La sostenibilità, dal canto suo, è un concetto polisemico, che ha numerose e differenti accezioni e io mi concentrerò sulle tre che mi sembrano più pertinenti, in questa sede, anche per il contributo che posso dare nel mio ruolo.

In primis, ovviamente, dobbiamo parlare, come è stato fatto dal Presidente Profumo, di sostenibilità dal punto di vista ambientale e socia-

le. Il rapporto Bruntland definisce lo sviluppo sostenibile come uno sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri. In questa accezione la sostenibilità può essere anche un attributo della finanza. È sostenibile la finanza che incoraggia l'orientamento dei flussi di capitali privati verso l'economia sostenibile. La finanza sostenibile è quella capace di sostenere la transizione da un'economia brown a un'economia green, che vede prevalere prodotti eco-compatibili fonti energetiche rinnovabili, strategie ispirate al paradigma dell'economia circolare. In secondo luogo possiamo parlare di sostenibilità dei sistemi finanziari, riferendoci alla loro capacità di essere stabili e di assistere l'economia reale nel lungo periodo. E infine, la sostenibilità è anche un criterio determinante per la finanza pubblica, in particolare per un Paese come l'Italia che ha accumulato un debito pubblico imponente. E così come l'elevato livello di risparmio rafforza la sostenibilità della finanza pubblica italiana, così allo stesso modo una finanza pubblica sostenibile concorre a garantire la tutela del risparmio. In tutte e tre queste dimensioni il binomio risparmio-sostenibilità, non va concepito tuttavia in modo statico, ma per essere virtuoso deve poggiare su una cruciale componente dinamica: la capacità di generare e orientare la crescita, che a sua volta rimanda da un lato ad un processo di intermediazione finanziaria e di trasformazione della maturità e dall'altro al ruolo delle politiche pubbliche.

Permettetemi di iniziare esaminando la prima delle dimensioni, quella della finanza per l'economia sostenibile. La transizione verso modelli di produzione e paradigmi economici sostenibili sul piano ambientale e sociale non va vissuta solo come una necessità, resa ormai ineludibile dal cambiamento climatico già in atto. Naturalmente lo è, è una necessità, e noi sappiamo che senza una significativa riduzione delle emissioni di CO₂, il raggiungimento della neutralità nel 2050, così come senza il conseguimento di tutti e 17 gli obiettivi dell'agenda 2030, noi metteremmo a rischio non solo la qualità del nostro futuro, ma forse l'esistenza stessa di un futuro per la specie umana.

Al tempo stesso, noi dobbiamo guardare alla transizione verso l'economia sostenibile, come una grande opportunità, per sostenere l'innovazione e lo sviluppo: è un'occasione che tutti gli operatori di mercato possono cogliere, penso a chi per primo ha cominciato a produrre

energia da fonte rinnovabile adesso è in vantaggio sui concorrenti perché affronta costi di produzione inferiori a quelli associati alle fonti fossili.

Le imprese sostenibili avranno un margine competitivo crescente, da cui trarre vantaggio, utilizzando energia rinnovabile, impianti energeticamente efficienti; il costo della bolletta scende, con esso i costi fissi dell'azienda, producendo prodotti sostenibili ad alto tasso di innovazione e si apriranno mercati oppure si guadagneranno fette di mercato crescenti. Anche la sostenibilità sociale e la necessità di ricucire le profonde fratture sociali e territoriali, approfondite nella stagione più recente del processo di globalizzazione è al tempo stesso una necessità, sono un'opportunità.

La coesione sociale e territoriale rende più uniti, più forti, più resilienti. Gli investimenti in infrastrutture sociali, in cui siete proficuamente impegnati, sono necessari a colmare l'attuale gap e, al tempo stesso, costituiscono un poderoso fattore di sviluppo. Strategie di impresa, che guardino al benessere complessivo dei dipendenti, aumentano la fiducia delle persone, comporteranno un minor costo del capitale di rischio e di credito e promuoveranno una gestione consapevole dei rischi cui le aziende sono esposte.

Dal punto di vista di chi fornisce i capitali, si prospettano nuove opportunità di investimento, soprattutto tenuto conto dell'entità degli investimenti necessari per promuovere le iniziative di trasformazione verso modelli di economia sostenibile sul piano ambientale e sociale. Solo in Europa si stima che per finanziare queste iniziative occorrono risorse per un ammontare che oscilla tra i 200 e i 300 miliardi di euro l'anno e per questo la Commissione Europea e il governo italiano sono impegnati a promuovere un European Green Deal per mobilitare e orientare più di 1.000 miliardi di investimenti pubblici e privati nei prossimi anni nella direzione della sostenibilità ambientale e sociale. Ed in questo quadro è anche opportuno, e il Governo italiano è impegnato su questo anche nella visione più generale delle regole europee a partire da quelle del patto di stabilità e di crescita, che si definiscano, individuino strumenti specifici per sostenere e incoraggiare gli investimenti che concorrono alla realizzazione di questo grande piano europeo per la sostenibilità ambientale e sociale.

D'altronde, anche l'interesse del mercato verso prodotti con impatto sociale e ambientale positivo appare crescente.

È prevedibile che i Green Bond, titoli di debito emessi per finanziare attività di impresa o politiche pubbliche orientati a sostenere la transizione ecologica, costituiscano uno dei trend principali degli investimenti dei prossimi mesi, sulla scia del forte interesse da parte degli investitori e dell'aumento significativo delle emissioni di obbligazioni verdi.

C'è quindi un ruolo fondamentale per il governo, per le istituzioni europee, che devono fare tutto ciò che è nelle proprie possibilità per favorire e incoraggiare, aiutando la trasformazione del risparmio, investimenti capaci di migliorare il benessere collettivo grazie a una maggiore capacità produttiva e soprattutto attività economiche ispirate a modelli sostenibili.

Una seconda declinazione del concetto di sostenibilità riguarda la sostenibilità del sistema bancario e finanziario sia sul piano macro del sistema nel suo complesso, sia su quello micro dei singoli operatori del sistema. Su questo aspetto credo sia opportuno sgombrare il campo da concezioni dicotomiche come il presunto trade-off tra stabilità e crescita che si sente spesso evocare quando si parla degli obiettivi della regolamentazione bancaria e finanziaria. Non ci può essere crescita sostenibile dell'economia reale senza stabilità finanziaria, così come la stabilità finanziaria senza la crescita dell'economia reale è in realtà una stabilità solo apparente e non sostenibile nel lungo periodo, perché destinata a commutarsi in instabilità nei periodi di ciclo avverso. E, questo è un approccio che l'Italia ha sostenuto nel dibattito europeo degli ultimi anni, riscuotendo da ultimo qualche successo, per quanto concerne ad esempio una migliore calibrazione della definizione degli elementi di stabilità finanziaria e di incoraggiamento alla crescita sostenibile – penso, ad esempio, a recenti modifiche del pacchetto bancario in alcuni ambiti che il Presidente Patuelli conosce bene, perché abbiamo avuto in quella fase un proficuo e costruttivo dialogo - a partire anche naturalmente dal tema della proporzionalità nell'applicazione delle regole. Perché se è bene consentire e, anzi, favorire e incoraggiare una maggiore integrazione finanziaria anche a livello transnazionale ed europeo, dall'altro va preservata una sana diversità del sistema bancario europeo.

In questo quadro la funzione di prossimità territoriale, come quella svolta dalle Casse di Risparmio, va salvaguardata. Nello stesso spirito il sistema bancario e finanziario italiano ha compiuto negli ultimi anni numerosi sforzi e registrato altrettanti progressi; oggi si presenta molto più solido e sostenibile rispetto al passato. In particolare, il sistema bancario è stato impegnato in un'importante riduzione dello stock di crediti deteriorati con un'azione senza precedenti: dico i numeri i cui risultati sono stati poc'anzi richiamati dal governatore Visco. Il percorso di pulizia dei bilanci non è ancora terminato, ma il traguardo è chiaramente raggiungibile e possiamo ormai constatare che il tema dei crediti deteriorati non rappresenta più un rischio per la stabilità finanziaria. Ciò grazie all'azione di sistema posta in essere in questi anni, una serie di iniziative di vigilanza e istituzionali. Tra queste ultime voglio ricordare lo schema di garanzia pubblica sulla cartolarizzazione di sofferenze che è stato determinante per porre rimedio a una situazione di fallimento di mercato e favorire l'incontro tra domanda e offerta. Ma anche grazie al fatto che il sistema paese nel suo complesso ha saputo con successo evitare che prevalessero concezioni relative ad una riforma del quadro regolatorio e prudenziale squilibrata, che dal punto di vista di costi e benefici avrebbe finito per aumentare l'instabilità e non ridurre il rischio. Penso che si possa dire che i fatti hanno dato ragione a chi allora ebbe la capacità di sostenere e affermare posizioni che apparivano isolate in sede europea e che ora tutti riconoscono essere state le più ragionevoli.

Il sistema finanziario deve comunque fronteggiare, oggi, significative sollecitazioni del prolungato scenario macroeconomico caratterizzato da tassi di interesse negativi.

In questo contesto, le banche sono certamente chiamate a una riflessione sulla sostenibilità del loro modello di business e sotto questo profilo uno dei fattori di competitività che faranno la differenza sarà certamente l'innovazione tecnologica, con le opportunità e rischi che essa comporta.

Il sistema finanziario è, infatti, crescentemente segnato dall'innovazione tecnologica, il cosiddetto *fintech* termine che racchiude tutte le nuove possibilità operative offerte dall'uso della tecnologia digitale nella presentazione dell'attività bancaria e finanziaria, nonché dei connessi servizi strumentali. È un fenomeno in rapida espansione, ca-

ratterizzato da nuovi processi e modello di business. In Italia questa realtà si sta evolvendo meno velocemente che altrove e richiede un ruolo attivo delle istituzioni per accompagnare e stimolare il cambiamento. La sfida è quella di bilanciare, in maniera ragionevole, gli obiettivi di inclusione finanziaria, di promozione, di innovazione e concorrenza con l'esigenza di preservare la stabilità finanziaria, l'integrità del mercato e la protezione dell'utente dei servizi finanziari. La regolamentazione deve essere quindi calibrata per consentire un adeguato sviluppo del mercato e al tempo stesso una neutralizzazione dei rischi. È fondamentale per questo improntare le attività di regolamentazione e di vigilanza ai criteri di flessibilità e di cooperazione tra autorità, a livello nazionale, europeo e globale. Per tale ragione a partire dal 2018 è stato istituito presso il MEF il Comitato per il coordinamento per il Fintech e che ha l'obiettivo di assicurare uno stretto raccordo tra le diverse autorità interessate dal fenomeno Fintech.

In questo quadro vorrei anche dire che è positiva la ferma posizione che recentemente, su impulso dell'Italia, della Francia, della Germania, la comunità internazionale ha assunto nei confronti di discutibili iniziative volte a introdurre valute private come Lybra. L'evoluzione tecnologica e la digitalizzazione sono naturalmente un game changer dalle enormi potenzialità, con un rilevante impatto sulla quotidianità delle attività economiche e produttive e sulla vita delle persone; in questo contesto voglio sottolineare che il settore dei pagamenti è tra quelli che meglio esprimono le potenzialità, i benefici collegati all'innovazione. Sulla spinta della rapida digitalizzazione dei servizi finanziari, gli strumenti di pagamento elettronici alternativi al contante stanno assumendo un ruolo sempre più centrale; la diffusione dei pagamenti digitali rappresenta un volano per la modernizzazione della società e dell'economia e di conseguenza per una crescita del paese maggiormente sostenibile anche in termini di maggiore inclusione finanziaria.

Nella consapevolezza di questo dato, della potenzialità che i pagamenti digitali rivestono sia per la modernizzazione del paese, sia per la riduzione dei costi e dei rischi derivanti dall'uso del contante, sia per il contrasto all'evasione fiscale, questo governo, con la manovra finanziaria per il 2020, ha deciso di puntare su un ambizioso e or-

ganico piano di promozione dell'utilizzo di strumenti di pagamento elettronici (piano cashless) che si muove lungo diverse direttrici, introducendo misure che prevedono forme di incentivo nell'utilizzo dei pagamenti digitali per i consumatori e per gli esercenti con il credito di imposta al 30% delle commissioni addebitate per le transazioni effettuate mediante carte di debito, credito o prepagate.

Incentivi quindi appunto in primo luogo, assai più che grida manzoniane che, concordo, sono spesso altisonanti ma poco efficaci. In questo contesto particolare attenzione viene posta dal governo anche al contenimento dei costi collegati all'uso di questi strumenti, specie per le transazioni di piccolo importo. Si tratta di un tema su cui è in corso un dialogo proficuo con gli operatori, che punta a valorizzare, in forme reciprocamente sostenibili, le opportunità che un forte sviluppo dei pagamenti digitali e una contestuale ragionevole riduzione del loro costo può avere, sia per il paese che per il sistema finanziario. Vorrei chiudere questa parte dedicata al sistema bancario e finanziario con una riflessione su un'altra dicotomia che viene spesso evocata in modo poco aderente alla realtà dei fatti: quella risk-sharing e risk-reduction, condivisione e riduzione del rischio, che viene spesso evocata quando si discute di completamento dell'Unione bancaria.

Dovrebbe essere chiaro a tutti che si tratta di due dimensioni complementari e non alternative o sequenziali per arrivare una vera ed effettiva Unione Bancaria. Molto è stato fatto, come sappiamo, a livello europeo in termini di riduzione dei rischi e la stessa Commissione Europea, nel suo quarto rapporto sulla riduzione dei rischi nell'Unione bancaria, ha esplicitamente riconosciuto i risultati ottenuti evidenziando l'avvenuto completamento di quel piano d'azione concordato dal Consiglio Europeo nel luglio del 2017.

E infatti per altro oltre a questo, manca un ultimo tassello con l'implementazione della vigilanza unica bancaria del sistema unico di risoluzione, mentre rimane incompiuto il completamento del sistema dell'Unione bancaria attraverso la terza gamba: l'istituzione di un sistema unico di assicurazione dei depositi (Edis) e il necessario perfezionamento del sistema europeo di gestione delle crisi bancarie che non appare calibrato sulla specificità delle banche di dimensioni più contenute.

Timori e veti incrociati hanno finora impedito il raggiungimento di un accordo su questi temi che deve invece restituire intrinseca coerenza a un'infrastruttura europea che vede oggi responsabilità accentrate di supervisione, separate da quelle dei sistemi nazionali che sono invece ancora sostanzialmente deputati a sostenere i costi delle crisi bancarie.

Questa incoerenza di fondo comporta conflitti e timori, È un ostacolo alla stabilità finanziaria globale, va risolta e su questo c'è un impegno, una forte determinazione del governo italiano. Un altro importante strumento di condivisione del rischio e di sostegno alla crescita e, quindi, anche di rafforzamento di quel nesso virtuoso tra risparmio e sostenibilità, è naturalmente lo sviluppo della cosiddetta Capital Market Union, che costituisce uno strumento potenzialmente di grande efficacia per la diversificazione delle forme di finanziamento all'economia e rafforzamento degli investimenti. Ma è anche uno strumento per l'assorbimento degli shock e quindi la capacità di affiancare a una necessaria capacità pubblica di assorbimento degli shock asimmetrici a livello europeo, anche una capacità privata che quanto più sarà sviluppata tanto meno richiederà uno sviluppo della componente, pure indispensabile, pubblica.

Una delle priorità peraltro del Capital Markets Union è la spinta verso una finanza innovativa e sostenibile e a questo scopo c'è un piano d'azione sulla finanza sostenibile per incrementare l'afflusso di capitali privati verso investimenti sostenibili. E noi siamo impegnati in questa fase anche in un cruciale trilogico per concludere, finalizzare un pezzo importante di legislazione: quello relativo appunto alla definizione di che cos'è un investimento sostenibile.

Per concludere vorrei attirare la vostra attenzione sulla terza delle tre dimensioni della sostenibilità: la sostenibilità della finanza pubblica. Perché la finanza pubblica sia sostenibile nel tempo i costi posti a suo carico devono essere compatibili con l'andamento previsto dell'economia e, quindi, con le risorse che si rendono disponibili attraverso la fiscalità generale.

Tenere in ordine i bilanci pubblici vuol dire adottare scelte politiche in modo responsabile, ovvero essere consapevoli delle conseguenze di queste scelte sull'equilibrio tra entrate ed uscite. Questa consape-

volezza deve riguardare il lungo periodo e anche il breve periodo. In questo senso è evidente che una politica di bilancio responsabile deve anche tenere conto dell'andamento ciclico dell'economia; lo deve fare a livello europeo e per questo noi concordiamo profondamente con Mario Draghi, che vorrei peraltro salutare e ringraziare, perché oggi è il suo ultimo giorno da presidente della Banca Centrale Europea e credo che tutti noi dobbiamo esprimergli la gratitudine per quanto ha fatto nel salvaguardare l'integrità della moneta unica, nell'affrontare i rischi di deflazione e quindi del contribuire in modo piuttosto decisivo alla salvaguardia del risparmio degli europei e degli italiani.

E come ha rilevato Mario Draghi, per la BCE, l'unica via per uscire dalla situazione di bassi tassi di interesse naturali non arbitrariamente abbassati dall'autorità monetaria, ma opportunamente allineati a un andamento dell'economia che ha caratteri ciclici e anche caratteri strutturali, è quello di utilizzare maggiormente la leva della politica fiscale, di farlo a livello europeo.

Innanzitutto attraverso l'impegno, che deve riguardare, in primo luogo, il paese che hanno maggiore spazio fiscale, ma di farlo in maniera coordinata e coerente ed è in questo quadro che si inserisce anche la legge di bilancio italiana, che ha scelto di evitare la strada di una restrizione che avrebbe avuto conseguenze negative in questa congiuntura economica, ma al tempo stesso ha scelto di garantire la sostenibilità della finanza pubblica, mettendo il debito su una traiettoria opportunamente discendente.

In questo quadro, è stato possibile, individuando quella che a mio giudizio è l'appropriato e corretto livello di indebitamento, disinnescare integralmente il previsto aumento dell'Iva, avviare una riduzione del carico fiscale per il lavoro dipendente, rafforzare le misure per la famiglia, rilanciare gli investimenti con un focus particolare sul sostegno alla transizione verso modelli di economia sostenibili, verso l'innovazione e verso il mezzogiorno.

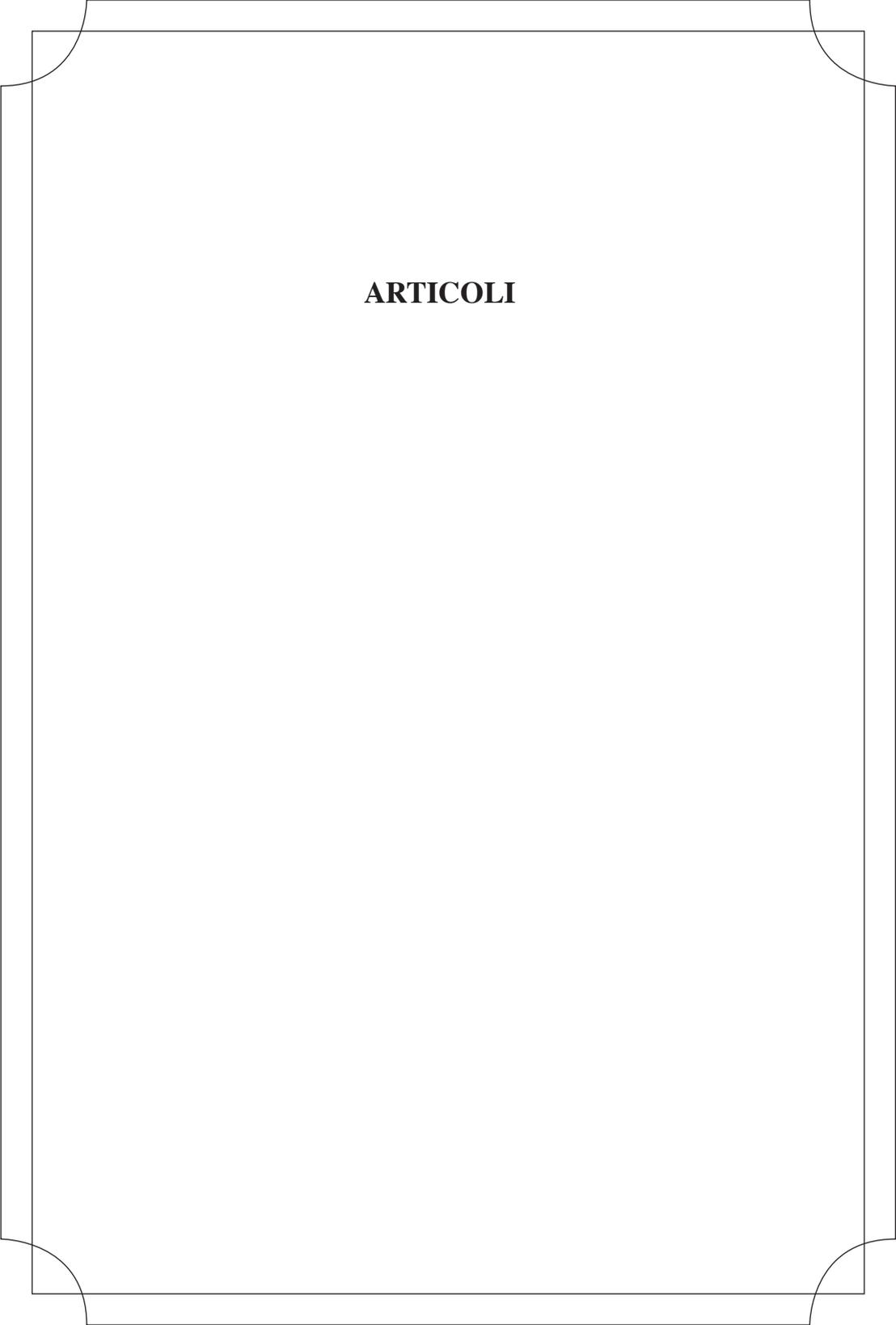
E devo dire che se si leggono i dati anche del sondaggio, che voi avete elaborato con la ricerca Ipsos, emerge con chiarezza come la società italiana stia ancora soffrendo per l'eredità di una crisi profonda. E infatti ci confermano che un decennio dopo la recessione, non abbiamo ancora recuperato i livelli di prodotto precedenti alla crisi.

Per questo abbiamo ritenuto che la manovra dovesse avere un'anima e che questa consistesse anche nel riconoscimento di una sofferenza sociale, e quindi abbiamo ritenuto fondamentale mantenere ed inserire misure orientate ad alleviarla.

Non richiamo qui gli elementi portanti più nel dettaglio della manovra che conoscete, che sono anche oggetto di un'attenta analisi da parte dei mezzi di informazione e tra poco anche del Parlamento.

Vorrei solo concentrarmi su un elemento finale, che mi riporta un po' al punto da cui siamo partiti: la necessità di concorrere a questa transizione, questa svolta verso lo sviluppo sostenibile attraverso un indirizzo delle politiche pubbliche, ma anche attraverso una complementarità, una convergenza, un dialogo, una cooperazione tra il pubblico e i settori del privato sociale, del terzo settore, il mondo delle fondazioni.

Voi qui rappresentate un investitore fondamentale; in questo ambito siete un pilastro della necessaria transizione verso la sostenibilità e quindi io penso che non solo mantenere, ma sviluppare e rafforzare il dialogo e la cooperazione tra le politiche pubbliche e il ruolo che voi interpretate e svolgete sia decisivo per affrontare la sfida che avete opportunamente messo al centro di questa giornata di lavoro. Grazie.



ARTICOLI

I VINCOLI DI BILANCIO NELL'UNIONE EUROPEA

EUROPEAN UNION BUDGET CONSTRAINTS

Antonio Pezzuto

già Dirigente della Banca d'Italia

Formerly Director of the Bank of Italy

a.pezzuto49@gmail.com

A differenza della politica monetaria che è comune nell'area dell'euro ed è accentrata presso la banca centrale europea, le politiche fiscali rientrano nelle competenze dei governi nazionali. Tale autonomia non è però illimitata ma è sottoposta a rigidi vincoli al fine di evitare che shock asimmetrici, derivanti da una condotta irresponsabile in materia di politica di bilancio da parte di uno Stato membro, si trasmettano ad altri paesi e minacciare così la stabilità dell'intera area.

Le politiche di bilancio sono disciplinate da norme sia sovranazionali sia nazionali. A livello sovranazionale, i paesi membri sono assoggettati alle regole previste dal Patto di stabilità e crescita e sono tenuti a rispettare un obiettivo di medio termine, definito in termini di saldo strutturale di bilancio. A livello nazionale, le norme fiscali attualmente vigenti sono determinate dal patto di bilancio entrato in vigore nel 2013, che impone ai paesi firmatari di recepire nella legislazione nazionale una regola che preveda il raggiungimento e il mantenimento del pareggio o di un avanzo di bilancio in termini strutturali e un meccanismo automatico di correzione in caso di significative deviazioni dall'obiettivo di bilancio.

PAROLE CHIAVE: PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA • PATTO DI BILANCIO • DIFFERENZA TRA PIL EFFETTIVO E PIL POTENZIALE • OBIETTIVO DI MEDIO TERMINE • REGOLA DELLA SPESA • REGOLA DEL DEBITO • BRACCIO PREVENTIVO • BRACCIO CORRETTIVO

Unlike monetary policy, which is common in the euro area and centralised with the European Central Bank, fiscal policies fall within the competence of national governments. However, this autonomy is not unlimited but it is subjected to strict constraints in order to avoid the transmission of asymmetric shocks (resulting from a irresponsible conduct of fiscal policy by a Member State), to other Countries and threatening the stability of the whole area.

Fiscal policies are governed by regulations both supranational and national. At supranational level, Member States are subject to fiscal rules foreseen in the Stability and Growth Pact and are required to comply with the medium-term objective, defined in terms of structural budget balance. At national level, fiscal rules currently in force are determined by the fiscal compact entered into force in 2013. The fiscal compact requires signatory States transposing into national legislation a rule introducing

the achievement and the maintenance of a balanced or surplus budget in structural terms and including an automatic correction mechanism in the event of significant deviations from the fiscal target.

KEYWORDS: STABILITY AND GROWTH PACT • FISCAL COMPACT • OUTPUT GAP • MEDIUM-TERM OBJECTIVE • EXPENDITURE RULE • DEBT RULE • PREVENTIVE ARM • CORRECTIVE ARM

1. Premessa

Negli anni che hanno preceduto l'avvio dell'Unione economica e monetaria (UEM) molti paesi erano caratterizzati da profondi squilibri di bilancio. La situazione è mutata intorno alla metà degli anni Novanta del secolo scorso quando sono stati realizzati significativi progressi nell'azione di riequilibrio dei conti pubblici, al fine di soddisfare i criteri di convergenza stabiliti dal Trattato di Maastricht¹. Le ragioni di tale successo appaiono riconducibili essenzialmente agli effetti indotti dal Patto di stabilità e crescita (PSC), un accordo sottoscritto nel giugno 1997 che impone ai paesi firmatari una maggiore disciplina nel governo delle finanze pubbliche². Dal 2001, in coincidenza con il rallentamento del ciclo congiunturale, il processo di risanamento delle finanze pubbliche si è arrestato e l'indebitamento netto è tornato ad aumentare in molti paesi. Nel 2003 il saldo di bilancio in percentuale del PIL era pari nell'area dell'euro al 2,8 per cento; inoltre erano ben cinque i paesi membri che superavano la soglia del 3 per cento (Francia, Germania, Grecia, Italia e Olanda). Anche la sostenibilità delle

-
- 1) Il Trattato di Maastricht, ufficialmente Trattato sull'Unione Europea, è stato firmato il 7.2.1992 da 12 paesi (Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Spagna). Entrato in vigore l'1.11.1993, data di istituzione ufficiale dell'Unione Europea, il Trattato ha segnato la nascita della moneta unica e ha istituito la Banca centrale europea (BCE) e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC), precisandone le finalità.
 - 2) Giuridicamente, il PSC si compone di due Regolamenti (n. 1466/97 e n. 1467/97) e di una Risoluzione del Consiglio europeo in cui gli Stati membri si impegnano a rispettare l'obiettivo indicato nei loro Programmi di stabilità di un saldo a medio termine prossimo al pareggio o surplus. Il Regolamento n. 1466 riguarda il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché delle politiche economiche (c.d. braccio preventivo); il Regolamento n. 1467 specifica le modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi (c.d. braccio correttivo).

finanze pubbliche nel lungo periodo ha palesato segnali negativi: tra il 1998 e il 2003 il debito in rapporto al PIL ha registrato una tendenza dapprima flettente e poi lievemente crescente, fino a raggiungere mediamente il 71,3 per cento a fine 2003.

Il deterioramento dei conti pubblici e la crescente resistenza a rispettare le regole e le procedure stabilite a livello europeo hanno fatto emergere debolezze nel sistema di *enforcement* e nell'assetto di governo dell'UE. Di qui la necessità di una riforma del PSC, che ha avuto luogo una prima volta nel 2005 con l'approvazione di due Regolamenti che hanno modificato l'originario impianto di riferimento³. Tra il 2007 e il 2010 lo stato dei conti pubblici nell'area dell'euro, che aveva mostrato negli anni immediatamente successivi alla riforma del PSC un miglioramento significativo, è peggiorato considerevolmente, facendo emergere rischi rilevanti per la sostenibilità del debito in alcuni paesi. Nel 2010 l'indebitamento netto è triplicato rispetto al 2008, passando dal 2 al 6 per cento, con picchi del 31,2 in Irlanda e del 10,3 per cento in Grecia. Nell'analogo periodo il rapporto tra il debito e il PIL è aumentato di 16,2 punti nella media dell'area (dal 69,4 all'85,6 per cento), risultando superiore al 60 per cento in 12 paesi.

L'accumulo di gravi squilibri macroeconomici e di bilancio all'interno dell'area dell'euro, derivante dal salvataggio di banche in difficoltà, dall'utilizzo di stabilizzatori automatici e dall'attuazione dei programmi di stimolo fiscale per compensare il calo della domanda interna, ha spinto i governi e le istituzioni europee a intraprendere iniziative volte a rafforzare il quadro di riferimento per la *governance* economica e delle finanze pubbliche, dimostratosi inadeguato a promuovere la disciplina di bilancio nei singoli paesi. Tali iniziative si sono concretizzate nell'introduzione del "semestre europeo"⁴ e

-
- 3) Trattasi del Regolamento n. 1055/2005 che ha stabilito che ciascun Stato membro deve specificare un obiettivo di medio termine nell'ambito del programma di stabilità o di convergenza, e del Regolamento n. 1056/2005 con il quale si definiscono le condizioni in presenza delle quali si deve attivare la procedura per disavanzi eccessivi e si precisano le modalità di applicazione e l'entità delle sanzioni.
 - 4) L'UE ha istituito un ciclo annuale di coordinamento delle politiche economiche, detto appunto "semestre europeo". Esso ha preso avvio dal 2011, con la seguente tempistica: Novembre, la Commissione europea pubblica l'analisi annuale della crescita (AAC), che definisce le priorità per l'anno successivo in materia di politiche macroeconomiche;

nell'approvazione, a partire dal 2011, di una serie di provvedimenti legislativi tra cui il *six pact* e il *fiscal compact* (cfr. *infra*).

In seguito all'unificazione monetaria i paesi che hanno aderito alla moneta unica hanno dovuto rinunciare alla sovranità in materia di politica monetaria e ad autonomi interventi sul mercato dei cambi. Per contro, la politica fiscale è rimasta sotto la diretta responsabilità dei singoli Stati membri. Tale autonomia non è però illimitata, ma è sottoposta a rigidi vincoli al fine di evitare che shock asimmetrici, derivanti da una condotta irresponsabile in materia di politica di bilancio da parte di uno Stato membro, si trasmettano agli altri paesi e minacciare così la stabilità monetaria dell'intera area. In conclusione, l'esistenza di *spillovers* negativi e il rischio di contagio giustificano l'imposizione di regole fiscali in un'unione economica e monetaria.

Il Trattato di Maastricht prevede il rispetto di due regole numeriche di bilancio (*fiscal rules*): un rapporto indebitamento netto/PIL inferiore al 3 per cento del PIL in ogni anno e un rapporto debito pubblico/PIL inferiore al 60 per cento del PIL o comunque tendente verso questo valore. In caso di violazione di uno o di entrambi i suddetti parametri, il Trattato prevede l'avvio di una procedura speciale, nota come procedura per i disavanzi eccessivi (*excessive deficit procedure*).

Le regole imposte dal Trattato erano inizialmente piuttosto rigide, ma semplici da applicare e facilmente monitorabili. Con l'esplosione della crisi finanziaria globale e di quella del debito sovrano le regole fiscali sono state più volte oggetto di modifica, con il risultato che ora esse sono più farraginose e di difficile applicazione, anche se più flessibili⁵. Inoltre, le regole fiscali sono fortemente pro-cicliche, poiché

Marzo, il Consiglio europeo adotta le priorità economiche sulla base dell'AAC; Aprile, gli Stati membri presentano programmi nazionali di riforma sulle politiche economiche e programmi di stabilità o convergenza sulle politiche di bilancio; Maggio-Giugno, la Commissione propone raccomandazioni specifiche per paese, che vengono adottate dal Consiglio. Al semestre europeo segue il "semestre nazionale" nel corso del quale gli Stati completano i bilanci nazionali e attuano le misure di politica economica concordate durante il semestre europeo.

- 5) Elementi di flessibilità si riscontrano, ad esempio, nel prevedere tempi più lunghi per il rientro entro il limite del 3 per cento e per il raggiungimento dell'obiettivo di medio termine del bilancio verso il pareggio, nonché nel concedere margini di flessibilità ai paesi che versano in condizioni economiche difficili e a quelli che realizzano riforme strutturali e investimenti pubblici. Cfr. al riguardo la Comunicazione del 13 gennaio 2015 (Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e

obbligano gli Stati membri a ridurre il disavanzo di bilancio in periodi di recessione, mentre lasciano che il deficit aumenti quando l'economia si trova in una fase di espansione.

2. La sostenibilità del debito

Se uno Stato ricorre costantemente all'indebitamento per finanziare la spesa pubblica in eccesso, può sorgere un problema di sostenibilità del debito pubblico, intesa questa come capacità di un paese di assicurare in qualsiasi momento il servizio del debito accumulato⁶. Il punto di partenza per valutare la sostenibilità del debito è il vincolo intertemporale di bilancio di un governo:

$$B_t - B_{t-1} = iB_{t-1} + G_t - T_t$$

dove, B_t è il debito pubblico nell'anno t , B_{t-1} è il debito alla fine dell'anno precedente, i è il tasso d'interesse reale, iB_{t-1} sono i tassi di interesse reali corrisposti sui titoli pubblici in circolazione, G_t è la spesa pubblica nell'anno t , T_t sono le imposte al netto dei trasferimenti nell'anno t . In altri termini, $B_t - B_{t-1}$ rappresenta il disavanzo di bilancio, iB_{t-1} indica il debito pregresso più gli interessi sul debito, $G_t - T_t$ esprime il disavanzo primario.

Nell'ipotesi che il disavanzo pubblico sia finanziato con l'emissione di nuovi titoli di Stato, il vincolo di bilancio afferma che la variazione del debito pubblico nell'anno t deve essere uguale al disavanzo nell'anno t . Se spostiamo B_{t-1} nella parte destra dell'equazione e riordiniamo i termini, otteniamo il livello del debito pubblico corrente:

crescita), con la quale la Commissione europea fornisce orientamenti sul miglior modo di utilizzare la flessibilità esistente nelle regole del PSC.

- 6) Si ricorda che l'accumulo di debito lordo è riconducibile a tre fattori principali: 1) il saldo primario delle amministrazioni pubbliche; 2) il differenziale tra il tasso d'interesse reale e il tasso di crescita del PIL reale (c.d. snow-ball effect); 3) il raccordo tra disavanzo e debito (c.d. stock-flow adjustment), riguardante le operazioni o altri fattori che incidono sulla consistenza del debito ma che non si riflettono nel disavanzo. In formula, la variazione del rapporto debito/PIL può essere così scomposta: $Dt/Yt - Dt-1 = PDt/Yt + (Dt-1/Yt-1 \times it - yt/1 + yt) + SFt/Yt$, dove D è il debito pubblico, PD il disavanzo primario, Y il PIL e SF l'aggiustamento stock/flussi, mentre i e y rappresentano, rispettivamente, il costo medio del debito e la crescita del PIL. Si noti che i termini racchiusi nella parentesi rappresentano il snow-ball effect.

$$B_t = (1 + i) B_{t-1} + G_t - T_t$$

Per valutare se il debito è troppo elevato è preferibile però considerare il rapporto tra debito e PIL; pertanto, il vincolo di bilancio in termini di PIL può essere scritto come:

$$B_t/Y_t = (1 + i) Y_{t-1}/Y_t B_{t-1}/Y_{t-1} + G_t - T_t/Y_t$$

Utilizzando il tasso di crescita, abbiamo:

$$B_t/Y_t = (1 + i - g) B_{t-1}/Y_{t-1} + G_t - T_t/Y_t$$

da cui:

$$B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1} = iB_{t-1}/Y_{t-1} - gB_{t-1}/Y_{t-1} + G_t - T_t/Y_t$$

da cui:

$$B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1} = (i - g) B_{t-1}/Y_{t-1} + G_t - T_t/Y_t$$

Questa equazione sta ad indicare che la variazione del rapporto debito/PIL è uguale alla somma di due termini: la spesa per interessi, in termini reali, corretta per la crescita della produzione più il rapporto tra il disavanzo primario e il PIL.

Se indichiamo il rapporto debito/PIL con b_t e il rapporto disavanzo primario/PIL con d_t avremo:

$$b_t - b_{t-1} = (i - g) b_{t-1} + d_t \quad [1]$$

che esprime il vincolo di bilancio dinamico dello Stato. Tale equazione ci dice che se il tasso d'interesse reale (i) supera il tasso di crescita della produzione (g), allora il governo deve adoperarsi perché si realizzi un surplus di bilancio⁷. In caso contrario, affinché il debito

7) Supponiamo che all'inizio dell'anno il rapporto debito/PIL sia pari al 130%, il tasso di crescita dell'economia all'1,5% e il tasso d'interesse reale al 4%. Nell'ipotesi che si verifichi un disavanzo primario del 3%, quale sarà il valore del rapporto debito/PIL a

pubblico sia sostenibile il governo deve attuare politiche monetarie e/o fiscali restrittive che generino avanzi primari (saldi di bilancio al netto della spesa per interessi), sufficientemente ampi da imprimere al rapporto debito/PIL un andamento tendenzialmente flettente.

3. Il saldo di bilancio strutturale

In seguito alla riforma del 2005, gli obiettivi di bilancio dei paesi membri sono stabiliti in termini strutturali. Per ottenere il saldo strutturale occorre depurare il saldo nominale o indebitamento netto della sua componente ciclica e delle misure temporanee e *una tantum*, poiché queste ultime esercitano effetti transitori sul bilancio pubblico. In simboli, avremo:

$$Is = In - Ic$$

dove, il saldo strutturale (Is) è definito come differenza tra l'indebitamento nominale (In) e la sua componente ciclica (Ic). Quest'ultima, a sua volta, è misurata come prodotto tra l'*output gap* e un coefficiente di elasticità del bilancio pubblico al ciclo economico:

$$Ic = OG \times \mu$$

dove, OG è l'*output gap* e μ è il coefficiente di elasticità.

La scelta di utilizzare il saldo strutturale in luogo di quello nominale scaturisce dalla considerazione che quest'ultimo saldo non consente un'interpretazione corretta della politica di bilancio discrezionale, poiché è influenzato da fattori temporanei legati all'andamento del ciclo economico: il saldo nominale tende a migliorare durante le fasi congiunturali positive e a peggiorare in quelle negative a causa degli effetti del ciclo economico sulle entrate e le spese di bilancio. Inoltre,

fine anno? E ancora, se il governo intende ridurre il rapporto debito/PIL al 125%, quale dovrà essere il valore del saldo primario in rapporto al PIL? Applicando la (1), avremo: $(3\% - 1,5\%) \times 1,30 + 4\%$, da cui $1,95\% + 4\% = 5,95\%$. Il rapporto debito/PIL aumenta del 5,95% e raggiunge il 135,95%. Per calcolare il saldo primario in rapporto al PIL, avremo: $-5 = (i - g) + (3 - 1,5) \times 1,20$, da cui $(i - g) = -5 - 2,5 \times 1,25 = -6,875$. Il governo dovrà quindi realizzare un avanzo primario pari al 6,875% del PIL.

il saldo nominale può essere influenzato da fattori che sfuggono al controllo del governo, come, ad esempio, le calamità naturali.

L'*output gap* è definito come scostamento percentuale del PIL dal suo livello potenziale. In simboli, avremo:

$$OG = [(Y - Y^*) - 1] \times 100$$

dove, Y^* è il prodotto potenziale, che rappresenta il livello massimo di prodotto ottenibile con il pieno utilizzo delle risorse (capitale e lavoro), in assenza di spinte inflazionistiche.

Al riguardo, si osserva che durante le fasi recessive il PIL effettivo si colloca al di sotto del PIL potenziale, mentre nelle fasi espansive il PIL effettivo tende ad avvicinarsi al PIL potenziale e può, talora, addirittura superarlo. Se l'*output gap* è negativo (PIL effettivo inferiore al PIL potenziale), l'economia attraversa una fase di recessione e i prezzi sono in discesa; se l'*output gap* è positivo (PIL effettivo superiore al PIL potenziale), l'economia si trova in una fase di espansione, accompagnata da pressioni inflazionistiche che andranno contrastate con politiche monetarie restrittive. Un *output gap* nullo implica che l'economia operi in condizioni di pieno impiego, soddisfacendo le aspettative di inflazione.

Il coefficiente di elasticità (o parametro di aggiustamento ciclico) è definito dalla semi-elasticità del saldo di bilancio, che misura la reazione del rapporto tra saldo di bilancio e PIL rispetto alle variazioni cicliche del PIL stesso. La semi-elasticità è stimata con metodi statistici dalla Commissione europea ed è pari attualmente nell'area dell'euro a 0,52⁸. Ciò vuol dire che per ogni punto percentuale di differenza tra il prodotto effettivo e il suo livello potenziale, la componente ciclica del saldo di bilancio si attesterebbe intorno allo 0,5 per cento del PIL.

Diversamente dal PIL effettivo, quello potenziale è una variabile non osservabile e di difficile quantificazione; di qui la necessità di stimarlo con metodi statistici o econometrici. Le tecniche impiegate per la stima del PIL potenziale e, di conseguenza, dell'*output gap* sono

8) Per l'Italia il parametro di aggiustamento è pari a 0,55.

numerose con risultati discordanti tra di loro. Ciò suggerisce cautela nell'utilizzarle per finalità di *policy*.

Fino a giugno 2002 la Commissione europea ha utilizzato il metodo statistico di *de-trendizzazione*⁹ (ossia di eliminazione della componente di trend) per il calcolo del prodotto potenziale, che è il parametro di riferimento per le decisioni sulla flessibilità e per le eventuali manovre correttive da richiedere ai paesi membri. Poiché tale metodologia presentava limiti legati alla tendenza a ritenere permanenti gli shock temporanei e all'impossibilità di distinguere tra shock di domanda e shock di offerta, nel luglio 2002 il Consiglio dell'UE ha deciso di abbandonare il metodo statistico in favore dell'approccio econometrico basato sulla funzione di produzione (di tipo *Cobb-Douglas*), in cui vengono stimati i singoli input. In simboli, avremo:

$$Y^* = L^p \times K^{1-\alpha} \times TFP$$

dove, Y^* è il prodotto potenziale; L^p è il fattore lavoro potenziale; $K^{1-\alpha}$ è lo stock di capitale; TFP è la produttività totale dei fattori produttivi. Si noti che $K^{1-\alpha}$ è una variabile osservata, mentre L^p e TFP sono stimate attraverso apposite equazioni. Pur presentando molti pregi, questo approccio non è immune da due criticità: la dipendenza delle stime dalla revisione statistica delle serie storiche e la distorsione alla fine della serie (c.d. *end point bias*).

Anche l'OCSE utilizza il metodo della funzione di produzione per la stima del PIL potenziale. Tuttavia, la metodologia differisce da quella della Commissione su alcuni importanti aspetti. Anzitutto, l'approccio della Commissione utilizza due fattori produttivi (capitale e lavoro), quello dell'OCSE introduce invece il capitale umano come terzo fattore produttivo. In secondo luogo, la Commissione utilizza il NAWRU (*Non Accelerating Wage Rate of Unemployment*), ossia il tasso di disoccupazione compatibile con una crescita dei salari stabile, mentre l'OCSE impiega il NAIRU (*Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), ossia il tasso naturale di disoccupazione in

9) Tra le varie tecniche di de-trendizzazione la Commissione ha scelto di utilizzare il filtro di Hodrick-Prescott che consente di ottenere una rappresentazione di una serie storica più sensibile alle fluttuazioni di lungo periodo e meno a quelle di breve periodo.

corrispondenza del quale l'economia è in equilibrio e l'inflazione è stabile. Ebbene, queste differenze conducono a stime diverse del prodotto potenziale. Infatti, nel periodo 2008-2014 il tasso di variazione medio annuale del PIL potenziale stimato dalla Commissione è stato pari a -0,3 per cento, mentre quello dell'OCSE è risultato nullo.

Il segno (negativo o positivo) del prodotto potenziale ha rilevanti implicazioni per le politiche di bilancio di uno Stato membro: in presenza di un prodotto potenziale negativo, le regole europee impongono una correzione dei saldi di bilancio strutturali e quindi l'attuazione di misure di politica economica restrittive; in caso di prodotto potenziale positivo, non è richiesto invece alcun tipo di intervento correttivo. Anzi, se la crisi è determinata da fattori ciclici, come una caduta della domanda, potrebbero essere necessarie manovre anticicliche di tipo espansivo a sostegno della domanda.

4. L'obiettivo di bilancio a medio termine

Dal 2005, in seguito alla riforma del PSC, ciascuno Stato membro deve adottare e rispettare un obiettivo di medio termine (*Medium Term Objective*, MTO), previamente concordato in sede europea e definito sulla base di tre elementi: il potenziale di crescita dell'economia, il livello del rapporto debito/PIL, i costi derivanti dall'invecchiamento della popolazione (costi di *ageing*). Un paese che presenta alti costi di *ageing* e un rapporto debito/PIL molto elevato, dovrà avere come MTO un saldo netto strutturale nullo o addirittura positivo.

In base alle regole europee, gli Stati membri debbono conseguire un saldo di bilancio strutturale corrispondente all'MTO, ovvero che converga rapidamente verso di esso, con una correzione annuale del saldo pari almeno allo 0,5 per cento del PIL. Agli Stati membri con uno stock di debito superiore al 60 per cento del PIL o che presentino rischi considerevoli in termini di sostenibilità del debito è richiesto un miglioramento annuo del saldo strutturale superiore allo 0,5 per cento del PIL.

L'MTO è definito dalla normativa comunitaria come il valore più elevato di tre elementi:

$$\text{MTO} = \max (\text{MTO}^{\text{EURO/ERM2}}, \text{MTO}^{\text{MB}}, \text{MTO}^{\text{ILD}}) \quad [2]$$

dove:

- $\text{MTO}^{\text{EURO/ERM2}}$ indica l'impegno degli Stati membri dell'area dell'euro e dei paesi aderenti al secondo meccanismo di cambio europeo a raggiungere un saldo strutturale non inferiore a -1 per cento del PIL. Tuttavia, i paesi firmatari del *fiscal compact* si sono impegnati al conseguimento di un MTO pari a -0,5 per cento;
- MTO^{MB} (MB = *minimum benchmark*) rappresenta il valore del saldo strutturale che assicura il rispetto del vincolo del 3 per cento del PIL durante il ciclo economico, tenendo conto della volatilità del PIL registrata in passato e della sensibilità del bilancio alle variazioni del PIL stesso;
- MTO^{ILD} (ILD = *implicit liabilities and debt*) è il valore minimo del saldo strutturale che assicura la sostenibilità delle finanze pubbliche, avendo presenti lo stock del debito e le passività implicite legate all'invecchiamento della popolazione. Esso è dato dalla somma di tre componenti: 1) il saldo di bilancio strutturale che stabilizza il debito pubblico al 60 per cento del PIL; 2) l'aggiustamento di bilancio necessario a coprire una parte del valore attuale dell'aumento di spesa atteso dall'invecchiamento della popolazione; 3) lo sforzo supplementare per la riduzione del debito richiesto ai paesi con un debito superiore al 60 per cento del PIL. In termini analitici, avremo: $\text{MTO}^{\text{ILD}} = \text{balance} + \alpha \times \text{costi di aging} + \text{effort}$.

Mentre l' $\text{MTO}^{\text{EURO/ERM2}}$ è fisso e identico per tutti i paesi, l' MTO^{MB} e l' MTO^{ILD} differiscono da paese a paese¹⁰.

La mancata osservanza della regola non implica, tuttavia, l'avvio automatico della procedura per debito eccessivo in quanto si terrà conto, oltre che dell'influenza del ciclo economico, anche di un insieme di "fattori rilevanti", tra cui la struttura per scadenza del debito e la sua denominazione in valuta, le garanzie pubbliche prestate, le passi-

10) Per l'Italia $\text{MTO}^{\text{EURO/ERM2}}$ è pari a -0,5 per cento, MTO^{MB} è pari a -1,5 per cento e MTO^{ILD} è pari o uguale a 0. Pertanto, applicando la (2), avremo: $\max (-0,5, -1,5, 0) = 0$

vità implicite legate all'invecchiamento della popolazione, il livello di indebitamento del settore privato, la composizione dell'attivo del bilancio pubblico.

Ogni governo deve adottare e annunciare un proprio MTO "minimo". L'MTO viene aggiornato dalla Commissione europea ogni tre anni, preferibilmente dopo la pubblicazione del report sull'invecchiamento (*Ageing report*). Tuttavia, il suo valore può essere rivisto in caso di riforme strutturali effettivamente realizzate, che abbiano un impatto rilevante sulle finanze pubbliche.

Le norme vigenti consentono agli Stati membri che sono sottoposti al braccio preventivo del PSC di deviare temporaneamente dall'MTO o dal percorso di aggiustamento di bilancio per raggiungerlo¹¹, se:

- le riforme strutturali sono importanti, producono effetti positivi e verificabili a lungo termine sul bilancio e sono pienamente realizzate. La deviazione consentita non può superare lo 0,5 per cento del PIL e lo Stato membro deve raggiungere l'MTO entro quattro anni; inoltre, gli Stati membri cui è stata concessa la deviazione devono mantenere un margine di sicurezza per garantire che tale deviazione non determini una situazione in cui il disavanzo pubblico superi il 3 per cento del PIL;
- gli investimenti pubblici sono non ricorrenti, hanno un impatto positivo, diretto e verificabile sulla sostenibilità nel lungo termine delle finanze pubbliche, e sono cofinanziati dall'UE tramite il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS). La devia-

11) A partire dal 2015, anno in cui la Commissione europea ha pubblicato una Comunicazione dal titolo "Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita", con l'obiettivo di favorire l'attuazione delle riforme strutturali e incentivare gli investimenti, l'Italia ha chiesto e ottenuto margini di flessibilità per la realizzazione di riforme strutturali e di specifiche categorie di investimenti e per eventi eccezionali. Nel febbraio 2016 il Consiglio ECOFIN ha approvato un documento (c.d. "posizione comune"), con il quale sono stati introdotti alcuni elementi di novità rispetto alla Comunicazione della Commissione. Nello specifico, è stata: i) precisata l'applicabilità della clausola per gli investimenti a progetti di investimento cofinanziati da Fondi strutturali e di investimento europei; ii) una misura massima dello 0,5 per cento del PIL alla deviazione dal percorso di aggiustamento verso l'MTO consentita per la clausola degli investimenti; iii) prevista una soglia massima dello 0,75 per cento alla deviazione complessiva che si ottiene cumulando le due clausole.

zione consentita è dello 0,5 per cento del PIL o, cumulativamente con la clausola delle riforme strutturali, pari allo 0,75 per cento del PIL;

- si verifica un evento inusuale al di fuori del controllo dello Stato o vi è una grave crisi economica nell'area dell'euro.

5. La regola della spesa

Nel novembre 2011 il Consiglio europeo ha approvato il *six pack*, un pacchetto di sei atti normativi¹² che introduce nel diritto comunitario un'interpretazione restrittiva delle regole del PSC, predisponendo una sorveglianza più stringente sui bilanci dei paesi membri sotto il profilo sia preventivo sia repressivo-sanzionatorio. In particolare, esso introduce, nell'ambito del braccio preventivo del PSC, un vincolo alla crescita della spesa (*expenditure benchmark*), correlato al tasso di espansione di medio periodo del PIL potenziale, finalizzato al raggiungimento dell'MTO. L'introduzione di tale limite nasce dalla considerazione che le entrate straordinarie (*windfall revenues*) andrebbero destinate alla riduzione del disavanzo e del debito, mantenendo al contempo la spesa su un sentiero stabile e sostenibile.

In base al Codice di condotta sull'attuazione del PSC, la Commissione e il Consiglio dell'UE valutano la dinamica della spesa pubblica rispetto al tasso di crescita di medio periodo del PIL potenziale. Quest'ultimo è calcolato come media delle stime dei precedenti cinque esercizi, della stima per l'esercizio corrente e delle proiezioni per i quattro esercizi successivi¹³. Ai fini del calcolo del *benchmark*, esso viene aggiornato periodicamente e comunicato agli Stati membri. Ovviamente, una stima non corretta del PIL potenziale si riflette sull'ammontare della spesa pubblica ammissibile, con possibili effetti pro-ciclici indesiderati.

12) Compongono il *six pack*: tre Regolamenti finalizzati a una più rigorosa applicazione del PSC (n. 1173/2011, n. 1175/2011 e n. 1177/2011), due Regolamenti volti alla creazione di un sistema di sorveglianza sugli squilibri macroeconomici (n. 1174/2011 e n. 1176/2011) e una Direttiva (n. 2011/85) che introduce requisiti comuni per i quadri nazionali di bilancio.

13) Per l'Italia il valore relativo al triennio 2014-2016 è pari a zero.

L'aggregato di spesa soggetto al vincolo è costituito dal totale della spesa del settore pubblico, al netto di quella per interessi, di quella finanziata con fondi comunitari e della componente legata al ciclo delle spese non discrezionali per indennità di disoccupazione. L'aggregato di spesa così calcolato viene poi depurato della volatilità della spesa per investimenti pubblici, sostituendo al valore annuale la media della spesa sostenuta nell'anno di riferimento e nei tre esercizi precedenti. Al valore della spesa così ottenuto va poi sottratto l'importo delle entrate derivanti da misure discrezionali, considerando l'incremento rilevato (o atteso) nell'anno t rispetto all'esercizio $t - 1$. A queste si aggiungono, purché non ricomprese nella precedente voce, le eventuali maggiori entrate derivanti da innalzamenti automatici di tributi previsti dalla legislazione a copertura di poste specifiche di spesa. La spesa così determinata è quindi deflazionata con il deflatore del PIL quale risulta dalle previsioni della Commissione.

Il limite massimo per la variazione della spesa varia a seconda della posizione fiscale di ciascuno Stato rispetto al proprio MTO. Per i paesi che hanno già conseguito l'MTO, il tasso di crescita della spesa pubblica deve essere in linea con quello di medio periodo del PIL potenziale, a meno che la maggiore crescita della spesa non venga compensata da aumenti delle entrate. Per i paesi che non hanno ancora raggiunto l'MTO, il tasso di crescita della spesa deve essere inferiore al tasso di crescita di medio periodo del PIL potenziale e coerente con un miglioramento del saldo strutturale di bilancio pari allo 0,5 per cento annuo o superiore se il paese presenta un rapporto debito/PIL superiore al 60 per cento o un elevato rischio di sostenibilità delle finanze pubbliche. Eventuali scostamenti dal *benchmark* di spesa sono possibili solo se finanziati con misure discrezionali su entrate permanenti e in caso di forte recessione o di eventi incontrollabili.

6. La regola del debito

Nell'ambito del braccio correttivo del PSC il *six pack* introduce la regola secondo cui il rapporto debito/PIL deve ridursi in misura sufficiente e con un rimo adeguato. Si richiede, in particolare, che per la quota del rapporto debito/PIL in eccesso rispetto al parametro di

riferimento, il tasso di riduzione debba essere pari a 1/20 all'anno, nella media dei tre esercizi precedenti (criterio *backward looking*). In pratica, se il rapporto debito/PIL di un paese si attesta al 130 per cento, bisogna ridurre di 1/20 l'anno la differenza verso 60; pertanto, il primo anno la riduzione è di 3,50 punti $[(130 - 60) \times 0,05]$; il secondo anno il rapporto debito/PIL sarà pari al 126,5 per cento $(130 - 3,5)$ e la riduzione sarà di 3,32 punti $[(126,5 - 60) \times 0,05]$, e via scorrendo. Ciò sta a significare che se la regola è rispettata, lo sforzo richiesto si attenua con gli anni.

La normativa europea specifica, inoltre, che la regola risulta rispettata se la riduzione del differenziale di debito rispetto al parametro di riferimento avrà luogo, in base alle previsioni della Commissione europea, nei tre anni successivi all'ultimo anno per il quale si hanno dati disponibili (criterio *forward looking*). In pratica, prima di avviare la procedura di infrazione, occorre verificare se la riduzione del rapporto debito/PIL a velocità soddisfacente avrà luogo almeno in futuro.

Qualora né il primo né il secondo criterio siano soddisfatti, la normativa precisa che nella valutazione della regola si terrà conto dell'influenza del ciclo economico (c.d. criterio del debito aggiustato per il ciclo). Il rapporto debito/PIL viene quindi rettificato (sia al numeratore sia al denominatore) e confrontato con il *benchmark backward looking* (terzo criterio). Se anche in questo caso la regola non viene rispettata, la Commissione deve redigere un rapporto ai sensi dell'art. 126, comma 3, del TFUE, valutando i "fattori rilevanti" che possano aver influito sul mancato rispetto della regola del debito.

Alla luce di quanto precede, si può affermare che la regola non è rispettata se:

- il rapporto debito/PIL è superiore al 60 per cento; e
- il rapporto debito/PIL è maggiore del *benchmark backward looking*, cioè:

$$d_t > dd_t = 60\% + 0,95/3 (d_{t-1} - 60\%) + 0,95^2/3 (d_{t-2} - 60\%) + 0,95^3/3 (d_{t-3} - 60\%),$$
 dove, dd_t indica il *benchmark* retrospettivo, mentre d_{t-i} indica il

livello del debito in percentuale del PIL nell'anno t-i, con i compreso tra 0 e 3; e

- a) il rapporto debito/PIL eccede il *benchmark* prospettico (*forward looking benchmark*), cioè:

$$d_{t+2} > dd_{t+2} = 60\% + 0,95/3 (d_{t+1} - 60\%) + 0,95^2/3 (d_t - 60\%) + 0,95^3/3 (d_{t-1} - 60\%), \text{ dove}$$

dd_{t+2} indica il *benchmark* prospettico mentre d_{t+1} e d_{t+2} indicano i rapporti debito/PIL previsti dalla Commissione per gli anni t+1 e t+2 nell'ipotesi di politiche invariate; e

- b) la violazione della regola non può essere attribuita all'influenza del ciclo economico¹⁴.

La mancata osservanza della regola non implica, tuttavia, l'avvio automatico della procedura per debito eccessivo in quanto occorre tener conto, oltre che dell'influenza del ciclo economico, anche di un insieme di "fattori rilevanti", tra cui la struttura per scadenza del debito e la sua denominazione in valuta, le garanzie pubbliche prestate, le passività implicite legate all'invecchiamento della popolazione, il livello di indebitamento del settore privato, la composizione dell'attivo del bilancio pubblico. Qualora la violazione sia imputabile a uno o più "fattori rilevanti", lo Stato interessato non potrà essere sottoposto alla procedura per infrazione.

È stato previsto un periodo di transizione di tre anni per l'applicazione della regola per i paesi, come l'Italia, che alla data dell'8 novembre 2011 risultavano sottoposti alla procedura di disavanzo eccessivo. In tale lasso di tempo, gli Stati devono comunque preve-

14) Poiché il ciclo economico influenza la dinamica del debito sia attraverso l'andamento del saldo di bilancio sia attraverso l'andamento del PIL, la formula utilizzata è la seguente: $(B_t/Y_t)^{3\text{-years-adjusted}} = (B_t + \sum_{j=0}^2 (C_{t-j})/Y_{t-3} \prod_{h=0}^2 (1 + y^{\text{pot}_{t-h}}) (1 + p_{t-h}))$, dove B indica il livello del debito nominale, Y il PIL nominale, C la componente ciclica, p il deflatore del PIL e y^{pot} il tasso di crescita del PIL potenziale. Al numeratore, il debito effettivo B_t viene aggiustato per l'andamento del ciclo degli ultimi tre anni, mentre al denominatore il PIL dei tre esercizi precedenti (T_{t-3}) viene proiettato sull'anno t, per l'intero triennio considerato, al tasso di crescita del PIL nominale coerente con y^{pot} , cioè $(1+y^{\text{pot}}) (1+p)$.

dere un aggiustamento fiscale lineare strutturale minimo (*minimum linear structural adjustment*), cioè una correzione del saldo di bilancio che garantisca un progresso effettivo verso il *benchmark* del debito. L'aggiustamento deve essere tale da rispettare le seguenti condizioni: i) l'aggiustamento strutturale annuo del saldo di bilancio non deve scostarsi più dello 0,25 per cento del PIL dell'aggiustamento richiesto per assicurare il rispetto della regola a fine periodo; ii) in qualsiasi momento del periodo di transizione, il restante aggiustamento strutturale annuo non deve eccedere lo 0,75 per cento del PIL.

7. L'iter della procedura d'infrazione

Il PSC è un insieme di norme che regolano il coordinamento delle politiche di bilancio degli Stati membri dell'UE, con l'obiettivo di salvaguardare la solidità dei conti pubblici. Il PSC ha due "braccia": i) il braccio preventivo (*preventive arm*) che mira ad assicurare che i paesi membri seguano politiche di bilancio sostenibili nel medio periodo; e ii) il braccio correttivo (*corrective arm*) che stabilisce le azioni che i paesi devono porre in essere nel caso in cui il debito pubblico o il disavanzo di bilancio vanga considerato eccessivo.

7.1 Il braccio preventivo

Gli Stati membri che non sono soggetti a procedura di deficit eccessivo devono rispettare le disposizioni del braccio preventivo del PSC, le quali stabiliscono che ogni Stato membro deve avere un MTO specifico adeguato alla sua posizione finanziaria.

Ove riscontri una deviazione significativa dall'MTO o dal percorso di aggiustamento verso l'MTO, la Commissione può emettere un avvertimento (*warning*), come previsto dall'art. 121, paragrafo 4, del TFUE, nei confronti del paese interessato. Entro un mese dall'avvertimento, il Consiglio dell'UE, a maggioranza dei suoi membri, può decidere di inviare una raccomandazione contenente una serie di misure correttive da adottare entro una certa scadenza (di norma entro cinque mesi o entro tre mesi se la situazione è preoccupante).

In caso di inazione, la Commissione raccomanda al Consiglio di adottare, a maggioranza qualificata, una decisione che sancisca che nessuna azione è stata intrapresa. Se il Consiglio non adotta la decisione sulla raccomandazione e lo Stato membro continua ad essere inadempiente, entro un mese la Commissione raccomanda al Consiglio di adottare una decisione che certifichi l'assenza di misure effettive. Se il Consiglio conferma l'assenza di queste misure, viene attivata la procedura sanzionatoria, che consiste nell'imporre allo Stato inadempiente la costituzione di un deposito fruttifero presso la Commissione, pari allo 0,2 per cento del PIL dell'anno precedente. Gli interessi maturati sul deposito, che riflettono il rischio di credito della Commissione, saranno restituiti allo Stato membro quando la situazione che ha dato origine alla decisione di certificare che nessuna misura effettiva è stata presa cesserà di esistere.

7.2 *Il braccio correttivo*

Se uno Stato membro non rispetta la regola del 3 per cento o quella del debito o vi è il rischio che entrambe le regole non vengano rispettate in futuro, la Commissione prepara una relazione, come previsto dall'art. 126, paragrafo 3, del TFUE, in merito alla quale il Comitato economico e finanziario formula un parere. Dopo di che la Commissione, se ritiene che in uno Stato membro esista o possa determinarsi in futuro un disavanzo eccessivo, trasmette un parere allo Stato membro interessato, dandone notizia al Consiglio.

Su proposta della Commissione e tenuto conto delle osservazioni esposte dallo Stato membro, il Consiglio decide, dopo una valutazione globale, se esiste un disavanzo eccessivo. In caso positivo, il Consiglio adotta una raccomandazione che sollecita lo Stato membro ad adottare le misure necessarie per correggere il deficit entro un periodo di tempo predeterminato (entro sei mesi o entro tre mesi se la situazione è particolarmente seria). Il Consiglio, qualora determini che nel periodo prestabilito non sia stato dato seguito effettivo alle sue raccomandazioni, può rendere pubbliche dette raccomandazioni.

Nell'eventualità che lo Stato membro continui a disattendere le raccomandazioni, il Consiglio può decidere di intimare allo Stato mem-

bro di adottare, entro un termine stabilito, le misure correttive. La Commissione può anche proporre al Consiglio di richiedere allo Stato membro di costituire un deposito infruttifero pari allo 0,2 per cento del PIL dell'anno precedente, entro venti giorni dall'avvio della procedura.

D'ora in poi la Commissione e il Consiglio seguiranno da vicino gli sviluppi delle iniziative intraprese dallo Stato membro e valuteranno se sono stati compiuti progressi sufficienti o se è necessario imporre misure più stringenti (ad esempio, sospensione dei fondi strutturali e di investimento europei o applicazione di una multa pari allo 0,2 per cento del PIL dell'anno precedente). La procedura viene chiusa quando la correzione del disavanzo eccessivo è duratura e il criterio *forward-looking* del debito è rispettato. La decisione è presa dal Consiglio a maggioranza qualificata, su raccomandazione della Commissione.

8. La regola del pareggio di bilancio nella Costituzione italiana

Il 23 luglio 2012 è stata emanata la legge n. 114 con la quale il Parlamento ha ratificato il Trattato intergovernativo sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'UEM. Il Trattato, firmato il 2 marzo 2012 da tutti gli Stati membri dell'UE, con l'eccezione di Regno Unito e Repubblica Ceca, include il patto di bilancio (c.d. *fiscal compact*), che riproduce e specifica i vincoli e le regole di disciplina fiscale già previsti dal *six pack*.

L'art. 3 del patto di bilancio richiede agli Stati firmatari di recepire nella legislazione nazionale, entro gennaio del 2014 e preferibilmente con norme di rango costituzionale, una regola che preveda il raggiungimento e il mantenimento del pareggio o di un avanzo di bilancio in termini strutturali e un meccanismo automatico di correzione in caso di deviazione. Come già detto, la regola si considera rispettata se il saldo netto strutturale è pari (o converge velocemente) all'obiettivo a medio termine (OMT), specifico per paese, con un limite inferiore di -0,5 per cento (-1 per cento per paesi con un rapporto debito/PIL inferiore al 60 per cento) e i rischi sul piano della sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche sono bassi.

La regola del pareggio di bilancio è stata introdotta nel nostro Paese con la legge costituzionale del 20 aprile 2012, n. 1, che ha modificato gli articoli 81, 97, 117 e 119. In particolare, il principio del pareggio è contenuto nel novellato art. 81, il quale dispone che lo Stato assicura l'equilibrio tra le entrate e le spese del bilancio, tenendo conto delle fasi avverse o favorevoli del ciclo economico. Ciò significa che nelle fasi recessive si può registrare un disavanzo pubblico, mentre in quelle espansive il bilancio deve registrare un avanzo.

La definizione del contenuto della legge di bilancio, delle norme fondamentali e dei criteri volti ad assicurare l'equilibrio tra le entrate e le spese dei bilanci e la sostenibilità del debito pubblico sono demandati dalla legge costituzionale alla legge 24 dicembre 2012, n. 243 (c.d. legge "rinforzata") la quale, all'art. 3, comma 2, afferma che l'equilibrio dei bilanci delle pubbliche amministrazioni corrisponde all'obiettivo di medio termine; obiettivo che per l'Italia coincide con un saldo netto strutturale pari a zero.

Ai sensi dell'art. 3, comma 5, della legge 243/2012 l'equilibrio dei bilanci si considera conseguito quando il saldo strutturale, calcolato a consuntivo nel primo semestre dell'esercizio successivo a quello al quale si riferisce, soddisfa almeno una delle seguenti condizioni: i) risulta almeno pari all'MTO ovvero evidenzia uno scostamento dal medesimo MTO inferiore a quello considerato significativo in ambito comunitario (ossia non superiore allo 0,5 per cento del PIL); ii) assicura il rispetto del percorso di avvicinamento all'MTO nei casi di eventi eccezionali e di scostamenti dall'obiettivo programmatico che danno luogo a meccanismi di correzione, ovvero evidenzia uno scostamento dal medesimo percorso inferiore allo scostamento considerato significativo in ambito comunitario (ossia fino a -0,5 per cento rispetto all'obiettivo).

La legge "rinforzata" dà altresì attuazione al comma 2 del nuovo art. 81 della Costituzione, il quale stabilisce che scostamenti dall'obiettivo fissato per il saldo strutturale possono essere autorizzati dalle Camere a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, solo a fronte di eventi eccezionali (recessione economica, crisi finanziarie e calamità

naturali) e contestualmente alla definizione di un piano di rientro per raggiungere il pareggio di bilancio. Inoltre, la legge 243/2012 recepisce nel nostro ordinamento le nuove regole europee sulla dinamica del debito (art. 4) e della spesa (art. 5), e disciplina gli eventi eccezionali (art. 6), il meccanismo di correzione in caso di deviazioni significative (art. 8), l'equilibrio di bilancio delle regioni e degli enti locali (art. 9 e segg.), l'attività dell'Ufficio parlamentare di bilancio (*fiscal council*), un organismo indipendente con compiti di analisi e verifica degli andamenti della finanza pubblica e di valutazione dell'osservanza delle regole di bilancio (art. 16 e segg.).

Riferimenti bibliografici

Degni M., *La governance europea della finanza pubblica nella grande crisi finanziaria*, in www.federalismi.it, 30.12.2016.

Landi L., *Le regole europee e il c.d. Pareggio di bilancio strutturale. Regole di non facile comprensione*, in Osservatorio Monetario, n. 2/2014.

MEF, *Il calcolo del PIL potenziale e del saldo di bilancio corretto per il ciclo*, aprile 2013.

Olivari S., *Le regole europee sui conti pubblici*, in Osservatorio conti pubblici italiani

Senato della Repubblica, *La governance economica europea*, giugno 2013.

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *La stima del PIL potenziale e dell'output gap: analisi di alcune criticità*, Nota n. 1/2015.

