

Corriere della Sera – 5 marzo 2006-

*L'intervento del Governatore Mario Draghi analizza il sistema economico e finanziario nazionale raccomandando «soluzioni durature» e «chiarezza nella comunicazione con la collettività». Per non soffrire nella competizione mondiale*

## IL DECLINO NON È INELUTTABILE

*di Mario Draghi*

**Il Paese è in affanno ma ha i mezzi per reagire. Va aumentata la produttività cogliendo le occasioni della rivoluzione tecnologica  
INTEGRAZIONE, EFFICIENZA, ROBUSTEZZA DEI MERCATI**

Mercati efficienti e ben regolati, oltre a compiere nel modo migliore la propria funzione di allocazione delle risorse finanziarie in tempi normali, contribuiscono in modo decisivo ad assicurare la robustezza del sistema di fronte a shock improbabili ma violenti.

Politiche volte ad accelerare l'integrazione dei mercati finanziari europei e delle relative infrastrutture concorrono alla crescita ordinata e duratura dell'economia. L'integrazione dei mercati consente agli operatori di sfruttare economie di scala, riducendo i costi di accesso; amplia le possibilità di diversificazione degli investimenti; assicura una più efficiente allocazione delle risorse; aumenta la capacità di assorbimento degli shock; contribuisce alla stabilità del sistema.

In Europa l'integrazione dei mercati ha ricevuto impulso dalla moneta unica ed è stata favorita dalla politica monetaria orientata alla stabilità. Non basta ancora. Sono necessari ulteriori interventi sul piano dell'armonizzazione normativa e dell'adeguamento delle infrastrutture.

I progressi maggiori sono quelli conseguiti nel segmento del mercato monetario, grazie tra l'altro allo sviluppo del sistema di regolamento TARGET. Nel novembre 2007 questo verrà sostituito da TARGET 2, da cui si attendono ulteriori benefici per gli operatori nella gestione della liquidità. La Banca d'Italia, come è noto, svolge e intende continuare a svolgere un ruolo chiave in questo progetto, insieme con la Bundesbank e la Banque de France.

Per i titoli di Stato piattaforme comuni come l'MTS hanno progressivamente esteso la loro operatività, contribuendo alla liquidità e all'efficienza del mercato europeo.

Il settore azionario è ancora frammentato. Vi sono evidenti vantaggi, tipici di un'economia di rete, nella concentrazione degli scambi; la forza di attrazione che una borsa esercita su emittenti e intermediari cresce quanto più si afferma la sua superiorità, attuale o prospettica, nel numero dei partecipanti. D'altra parte, soprattutto per i titoli delle imprese meno grandi, i vantaggi informativi dei mercati nazionali assicurano condizioni di liquidità più favorevoli. Forme di consolidamento orizzontale fra borse nazionali, riunite in strutture federative, conseguirebbero entrambi questi vantaggi. Piena possibilità, e parità, di accesso ai sistemi di regolamento, nonché collegamenti multipli fra i vari mercati, promuovono in pari tempo concorrenza ed efficienza operativa.

La Borsa italiana deve raccogliere la sfida e adattarsi al nuovo contesto. La facilità di accesso delle nostre imprese e dei nostri intermediari ai mercati e alle infrastrutture europei deve essere l'obiettivo più importante. Occorre avviare una riflessione comune sul modo migliore per raggiungerlo.

L'integrazione dei sistemi di compensazione e di regolamento dei titoli non è ancora soddisfacente, per la diversità delle infrastrutture nazionali preesistenti all'avvio dell'unione monetaria. La pluralità dei sistemi nazionali, caratterizzati da un'offerta di servizi non standardizzati, da usi di mercato diffusi e da regimi legali e fiscali diversi, accresce rischi e costi del regolamento delle operazioni cross-border.

Sono ben individuate alcune specifiche barriere al processo di integrazione nei sistemi di post-trading.

Per rimuovere quelle che trovano origine nella diversità degli ordinamenti sono necessari interventi normativi anche complessi. Le altre, che hanno natura strettamente tecnica o

riguardano gli usi di mercato, possono essere abbattute per iniziativa autonoma degli operatori del mercato. Non vi è motivo di ritardare.

Un insieme di norme europee promuove l'integrazione e la trasparenza dei mercati disciplinando, tra gli altri, aspetti come la settlement finality, il market abuse, l'uso del collateral, i requisiti dei prospetti informativi, le offerte pubbliche d'acquisto. La direttiva sui mercati degli strumenti finanziari, emanata nell'aprile 2004, stimola la concorrenza rimuovendo l'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati; favorisce la prestazione di servizi finanziari transfrontalieri; rafforza la tutela degli investitori. Ne va accelerato il complesso iter di attuazione, in ambito sia comunitario sia nazionale.

### **IL RUOLO DEGLI INTERMEDIARI NELLA GESTIONE DEL RISPARMIO**

La propensione al risparmio dell'economia italiana, segnatamente delle famiglie, è tuttora elevata, nonostante una tendenza alla riduzione nel lungo periodo. Vi si associa un livello anch'esso elevato della ricchezza delle famiglie. Il risparmio rimane una risorsa fondamentale per lo sviluppo dell'economia. Una gestione efficiente del risparmio nazionale rappresenta una sfida competitiva e un'occasione di crescita tanto per il sistema economico nel suo complesso, quanto per gli intermediari finanziari.

Negli ultimi anni in Italia come altrove la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie è cambiata, per effetto di una gestione più attiva, diversificata ed efficiente del portafoglio. Tra il 1995 e il 2004 il peso dei depositi bancari e postali è sceso da oltre il 40 a poco più del 25 per cento, quello dei titoli pubblici dal 23 al 7 per cento. È cresciuta l'incidenza delle obbligazioni, delle azioni, delle quote di fondi comuni di investimento. L'importanza di queste ultime è oggi simile a quella che si osserva negli altri principali Paesi industriali. Molto inferiore è invece la quota dei prodotti assicurativi e dei fondi pensione privati, essenzialmente a causa dell'ampia copertura offerta dal sistema pensionistico pubblico. È elevata la quota delle obbligazioni private, soprattutto di quelle bancarie, che beneficiano di un trattamento fiscale favorevole rispetto ai depositi. Non sono colti appieno i vantaggi di diversificazione del portafoglio che si possono ottenere per il tramite dei gestori professionali.

Le banche mantengono un ruolo centrale, sia per il peso tuttora elevato dell'intermediazione diretta, sia perché ai maggiori gruppi bancari fanno capo le società di gestione che controllano la quasi totalità del mercato dei fondi comuni. Quest'ultimo comparto contribuisce dunque in misura determinante ai bilanci bancari in termini dimensionali e reddituali. È interesse strategico delle banche rafforzarne la competitività.

Le società di gestione distribuiscono i propri prodotti quasi esclusivamente attraverso le reti del gruppo di appartenenza. Un simile modello, integrato verticalmente, ha consentito all'industria italiana dei fondi di crescere; alle famiglie di avvicinarsi ai servizi di gestione del risparmio, sfruttando relazioni fiduciarie consolidate con gli intermediari; alle banche di diversificare le fonti di ricavo. L'asset management riserva considerevoli potenzialità alle banche italiane in termini di crescita dell'attività, dei profitti e dei multipli di borsa. Tuttavia, in uno scenario concorrenziale che si sta modificando significativamente, esso richiede strategie adeguate, sia di natura industriale sia nelle relazioni con la clientela. Il prevalente utilizzo di un mercato captive e le ridotte dimensioni della maggioranza degli asset managers non incoraggiano l'innovazione, né permettono il conseguimento di economie di scala, particolarmente importanti in questo settore per la competitività e il profitto. Sta aumentando la penetrazione nel mercato italiano dei concorrenti esteri, soprattutto per i prodotti innovativi; nel comparto degli Exchange Traded Funds negoziati presso la Borsa italiana, la quota dei gruppi esteri supera l'85 per cento. L'indipendenza degli asset managers — sia essa il frutto di decisioni sulla proprietà o di una governance rigorosa — non è essenziale solo per la crescita, ma anche per assicurare la risoluzione del conflitto di interesse insito nella relazione con la banca proprietaria.

### **LA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA**

L'ampia quota del risparmio che non è affidata a investitori professionali, l'estensione dell'investimento delle famiglie in prodotti finanziari e la crescente complessità degli strumenti offerti chiamano le autorità a un continuo affinamento della regolamentazione e della prassi di vigilanza.

La legge sulla tutela del risparmio recentemente approvata dal Parlamento rafforza taluni presidi a salvaguardia degli investitori. La ripartizione delle responsabilità tra la Banca d'Italia e la Consob si basa da sempre sulla distinzione fra tutela della stabilità degli intermediari, da un lato, e protezione degli investitori e vigilanza sui mercati, dall'altro. Questa distinzione,

essenziale per l'efficacia dell'azione e per la chiara individuazione delle responsabilità, richiede collaborazione tra le autorità nel concepimento delle norme, nella verifica del loro rispetto da parte degli intermediari, nell'educazione finanziaria dei risparmiatori. La Banca d'Italia conferma la propria disponibilità alla più piena collaborazione.

La regolamentazione dei mercati non può e non deve eliminare il rischio per gli investitori, ma deve facilitarne l'allocazione, accrescendo la trasparenza, limitando e gestendo i conflitti di interesse, a difesa dei risparmiatori più deboli. Lo richiedono in pari misura efficienza ed equità. Nell'evoluzione della regolamentazione occorre cercare, anche con il contributo degli operatori, di migliorare l'equilibrio fra perseguimento degli obiettivi e contenimento degli oneri a carico degli intermediari e degli utenti. Senza venir meno al principio cardine della distinzione delle finalità, la Vigilanza della Banca d'Italia verifica il rispetto da parte degli intermediari delle regole a difesa del risparmio. Comportamenti irregolari o eccessivamente aggressivi espongono gli operatori a rischi legali e di reputazione, che meritano attenzione da parte della vigilanza prudenziale.

Nella gestione dei rischi bancari, vecchi e nuovi, si stanno per mettere pienamente a frutto i notevoli investimenti che sono stati fatti, dalle banche e dagli organismi di vigilanza, per rendere operativo l'Accordo di Basilea. La nuova normativa crea incentivi per indirizzare le scelte degli intermediari verso gli obiettivi prudenziali della vigilanza, migliorando l'efficacia della regolamentazione e riducendone gli effetti distorsivi, con un approccio altamente innovativo. Ispirata alle tecniche di gestione dei rischi degli intermediari più sofisticati, essa promuove la concorrenza e determina un salto di qualità nella gestione della maggior parte delle banche.

Il sistema di Basilea può rappresentare un punto di riferimento anche per la regolamentazione delle imprese di investimento mobiliare e di quelle assicurative. La convergenza dei tre settori dell'intermediazione finanziaria potrà ridurre il rischio di arbitraggi normativi e razionalizzare la gestione dei conglomerati finanziari. Il processo di revisione prudenziale che costituisce il cosiddetto secondo pilastro dell'Accordo di Basilea prevede che ogni banca faccia una propria valutazione, anche prospettica, del capitale che viene ritenuto adeguato in relazione alle proprie specificità, ai rischi diversi da quelli considerati nei requisiti patrimoniali minimi e alla bontà della propria organizzazione. Alla Vigilanza spetta esaminare, discutere e convalidare i sistemi adottati. Questo strumentario si presta a essere usato anche per collegare, attraverso analisi di scenario e prove di stress, le valutazioni microprudenziali a quelle macroprudenziali, sfruttando la ricchezza degli schemi teorici ed empirici disponibili. Ma si deve essere più ambiziosi, e cogliere l'occasione del sistema «Basilea 2» per realizzare, in prospettiva, un significativo snellimento delle regole e delle prassi di vigilanza esistenti.

La legge sulla tutela del risparmio prevede esplicitamente una revisione periodica della normativa, che questa rispetti i criteri di proporzionalità fra l'obiettivo da conseguire e gli oneri gravanti sui soggetti vigilati, che sia valutato l'impatto di ogni nuova norma. Si tratta di criteri ragionevoli e utili, ai quali va aggiunto quello di realizzare un elevato grado di convergenza nelle regole e nelle prassi di vigilanza dei Paesi europei, obiettivo tanto più importante quanto più si accresce il numero di gruppi bancari che operano in più mercati.

### **IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO**

Buone leggi e supervisione efficiente sono il contributo che le istituzioni possono e devono dare al rafforzamento dell'industria bancaria nazionale, a vantaggio della crescita economica del Paese.

Il sistema bancario italiano ha conseguito negli ultimi anni significativi progressi. La produttività del settore è cresciuta in maniera generalizzata. La qualità degli attivi, nonostante la debolezza dell'economia, è grandemente migliorata. Per la maggioranza degli operatori si riscontrano situazioni di eccedenza di capitale. I principali gruppi hanno portato a termine complessi processi di integrazione e razionalizzazione delle strutture emerse dalle concentrazioni, conseguendo significative riduzioni di costi. Le prospettive favorevoli restano legate all'ampliamento del margine di interesse, probabile con il rafforzarsi dell'economia europea, alla continuazione della crescita dei volumi di credito, in particolare corporate e al consumo, alla realizzazione delle notevoli sinergie implicite in un processo di consolidamento nazionale. I guadagni di efficienza si sono riflessi negli indicatori di redditività e nella valutazione dei mercati azionari, che apprezzano le politiche di dividendi seguite.

Le banche di minore dimensione hanno consolidato le proprie posizioni nei mercati locali, sfruttando i vantaggi comparati nell'offerta di credito alle piccole e medie imprese.

La direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto, che prevede un livello minimo di armonizzazione, lascia ai governi nazionali il compito di determinare ogni ulteriore convergenza nelle normative dei rispettivi paesi e di stabilire percorsi verso una maggiore o minore contendibilità degli assetti proprietari rispetto al grado attuale. Questa situazione è insoddisfacente perché si presta alla possibilità che operazioni di consolidamento cross-border vengano intraprese non solo sulla base di parametri di convenienza industriale e finanziaria, ma anche per ragioni di arbitraggio regolamentare.

L'apertura dei mercati del credito e dei servizi bancari alla concorrenza interna ed estera in condizioni di parità regolamentare contempera gli interessi privati degli azionisti con quelli generali di una efficiente allocazione delle risorse: essa è lo stimolo più efficace per accrescere ulteriormente l'efficienza operativa e allocativa, promuovere l'innovazione, ridurre i costi e migliorare la qualità dei servizi offerti a imprese e famiglie. Per il conseguimento di queste opportunità, anche attraverso operazioni di consolidamento, sono oggi disponibili capitali di dimensioni fino a poco tempo fa impensabili. I costi di un possibile protezionismo che porti ad assetti normativi peggiori degli attuali, probabile in condizioni di radicale diversità normativa, non sono meno elevati. Questa involuzione deve essere evitata. Auspichiamo che prevalga uno spirito razionale e costruttivo e che la parità regolamentare nei mercati finanziari dell'Unione europea ritrovi rapidamente l'interesse dei Capi di Stato e di Governo e dei ministri finanziari dell'Unione nelle loro deliberazioni collettive.

### **CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE**

L'Italia seguita a trarre scarso beneficio dalle condizioni favorevoli che prevalgono nel commercio e nella finanza internazionali. Nel 2005 il PIL non è cresciuto, i nostri prodotti hanno ancora perso quota nel mercato mondiale, il disavanzo nel bilancio pubblico si è ampliato. Dagli anni novanta l'economia si è come insabbiata. Gli indicatori congiunturali e le valutazioni di breve e medio periodo dei principali previsori vedono ora il PIL italiano in ripresa, ma a tassi inferiori a quelli potenziali, già più bassi che nei principali paesi.

Il deficit di crescita rispecchia la difficoltà del sistema produttivo a competere. Alla sua radice è il mancato progresso della produttività. In altri paesi la rivoluzione produttiva generata dall'avvento delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione si è esplicita pienamente: le imprese hanno adeguato il capitale umano e organizzativo alle nuove tecnologie. L'Italia è attardata nel cogliere le occasioni offerte da questa rivoluzione. Il divario è massimo nella produttività totale dei fattori. Emergono nuovi attori, formidabili in Asia, presenti anche in America latina e nella stessa Europa centro-orientale. Gli scambi mondiali ne hanno ricevuto uno straordinario impulso. Una grande occasione di sviluppo, ma anche una grande sfida, dinanzi alla quale il nostro Paese è entrato in affanno.

Caduto il rimedio illusorio delle svalutazioni competitive, l'aumento della produttività resta l'unica via per creare prosperità, fornire una solida e sostenibile base alla crescita dei redditi, garantire lo sviluppo del Paese: per noi e per le generazioni che seguiranno. I ritardi strutturali dell'economia italiana non sono segni di un declino ineluttabile. Sono la manifestazione di problemi profondi, seri, che possono essere affrontati. È necessario trovare soluzioni durature e darne conto con chiarezza alla collettività. Questa settimana la Banca centrale europea ha aumentato i tassi di riferimento di 25 punti base. Il tempo per il risanamento dei conti pubblici e la ripresa della crescita si è fatto breve. Il risparmio, punto di forza della nostra economia, della nostra società, è essenziale per lo sviluppo. Al sistema finanziario, ai mercati, agli intermediari spetta il compito di portarlo agli usi più produttivi, agendo in piena concorrenza, nel rispetto delle regole. Questa è la vostra, la nostra, responsabilità.

*(L'intera raccolta dei Documenti pubblicati e le schede degli autori si trovano sul sito del Corriere)*