

La bassa crescita dell'economia italiana: una prospettiva storica in vista del referendum.

di Antonella Crescenzi

Due recenti notizie di natura finanziaria fanno suonare un **campanello d'allarme per l'economia italiana** evocando problemi di fondo, antichi e nuovi, che il dibattito politico sul referendum costituzionale, e più in generale quello cui assistiamo su social e media, non affronta. Tutte le questioni vengono ridotte a scontri personali e posizioni pregiudiziali, facendo perdere così di vista l'interesse vero del paese che è quello di tornare a crescere.

Prima notizia. Secondo una nota dell'agenzia *Bloomberg* diffusa il 4 ottobre la Bce potrebbe avviare il **ritiro progressivo degli acquisti di Bond** prima della conclusione, fissata per marzo 2017, del programma di *Quantitative Easing*¹ (Q.E., pari a 80 miliardi di euro al mese), al ritmo di 10 miliardi mensili. Il *tapering* sarebbe in linea con le ultime mosse della *Federal Reserve* che a metà settembre, pur non modificando il livello (bassissimo) dei tassi di interesse, ha prefigurato però un loro innalzamento entro la fine del 2016. La Bce ha smentito immediatamente la notizia diffusa da *Bloomberg*, ma i mercati finanziari hanno reagito ugualmente con nervosismo e il rendimento dei titoli di Stato italiani a lungo termine è subito salito di 10 punti base, a significare che la crisi del debito sovrano (per l'Italia e per gli altri paesi europei più deboli) non è stata ancora completamente superata e il supporto della Bce è ancora cruciale per sostenersi sui mercati.²

¹ Il Q.E. della Bce è un programma di acquisto di attività finanziarie lanciato nel gennaio del 2015. Finalizzato all'adempimento del mandato della BCE per la stabilità dei prezzi, il programma prevede che la **BCE acquisti titoli pubblici in aggiunta** ai programmi già in essere per l'acquisto di attività del settore privato, allo scopo di far fronte ai rischi derivanti da un periodo troppo prolungato di bassa inflazione.

² **La Grande Crisi mondiale del 2008-2009** è stata superata nei suoi effetti più eclatanti, anche se restano problemi sul piano della trasparenza e stabilità. Le banche centrali dei maggiori paesi e la Bce sono state in grado di gestire l'emergenza finanziaria e dalla crisi ad oggi hanno perseguito politiche monetarie estremamente espansive per sostenere la crescita. Tuttavia, l'efficacia della politica monetaria, elevata nel gestire processi di disinflazione, risulta minore quando invece bisogna rilanciare crescita e inflazione. D'altra parte, **la leva monetaria è stata in questi anni difficili l'unico strumento idoneo a rafforzare lo sviluppo**. Le politiche fiscali espansive in Europa, ma non solo, hanno trovato infatti un limite importante nella presenza di elevati oneri di debito pubblico. Un aumento eccessivo del debito di fatto accentua i pericoli di instabilità finanziaria che l'azione delle banche centrali vuole viceversa contrastare. Un circolo vizioso ben noto,

Seconda notizia. In base all'ultimo Bollettino economico della Banca d'Italia (14 ottobre 2016) il debito della Banca d'Italia nei confronti dell'Eurosistema (il cosiddetto saldo TARGET2) ha continuato ad aumentare raggiungendo alla fine di settembre 354 miliardi di euro (da 249 miliardi all'inizio dell'anno). TARGET2³ è la piattaforma sulla quale si regolano i pagamenti all'interno dell'Eurozona e svolge in sostanza la funzione un tempo (quando esistevano ancora le monete nazionali) attribuita alla variazione delle riserve ufficiali. In altri termini, **è l'altra faccia della medaglia, sul piano dei rapporti finanziari tra Banche centrali, degli squilibri nelle bilance dei pagamenti** di ciascun paese dell'euro verso tutti gli altri. In teoria, i saldi TARGET2 dovrebbero essere nulli, perché i paesi in avanzo di bilancia dei pagamenti dovrebbero investire i loro surplus nei paesi in disavanzo per compensare gli squilibri. Ma dallo scoppio della crisi questo non accade: le divergenze aumentano e ai saldi negativi degli Istituti dei paesi periferici dell'eurozona si contrappongono quelli attivi dei paesi nordici, in particolare il surplus della Bundesbank (677 miliardi di euro ad agosto). Esiste poi un nesso importante tra l'aumento dei divari fra le posizioni finanziarie dei paesi euro e il programma di acquisto di attività dell'Eurosistema da parte della Bce: la tendenza naturale dei capitali a muoversi dall'area debole a quella forte dell'Europa viene cioè amplificata dalla massiccia dose di liquidità creata dal Q.E..

Le due notizie, come evidente, sono strettamente intrecciate e inducono alcune preoccupazioni per il futuro dell'economia italiana.

Prima preoccupazione. Lo scostamento rilevante tra le posizioni finanziarie nell'Eurosistema rischia di rendere più aspro lo scontro tra paesi creditori e debitori, con riflessi all'interno della Bce in merito al futuro del programma di acquisto dei titoli. La Bce potrebbe essere realmente costretta ad imprimere una svolta nella politica monetaria riducendo il Q.E. nonostante l'inflazione sia ancora lontana dal target del 2% e l'economia debole. Il momento della verità si sta avvicinando, anche se è corretto confidare nella capacità della Bce di trovare una giusta ed equilibrata soluzione ai problemi. Nella riunione del 20 ottobre il Consiglio direttivo della Banca ha confermato il Q.E. nella misura attuale e fino al marzo 2017,

*soprattutto a noi italiani...L'equilibrio tra i diversi strumenti di policy diventa difficile e delicato e **richiede di essere accompagnato da un profondo intervento riformatore** da parte dei governi, come sollecitato più volte dal Presidente della Bce, **Mario Draghi**.*

³ Cfr. Marco Cecchini sul Foglio del 4 ottobre 2016.

ma sul tappeto delle prossime riunioni vi saranno diverse opzioni, tra cui forse quella che introduce un Q.E. flessibile, rapportato alle esigenze delle singole economie dell'area.

Seconda preoccupazione. Il peggioramento del debito della Banca d'Italia verso l'Eurosistema indica che la liquidità fornita con il Q.E. alle banche italiane non viene assorbita totalmente dall'economia reale (investimenti produttivi, consumi) ma impiegata all'estero sotto forma di investimenti finanziari, rendendo così meno efficace la politica monetaria della Bce. In sostanza, gli operatori italiani, vista la debolezza della ripresa economica ed i tassi molto bassi, cercano rendimenti più attraenti all'estero.

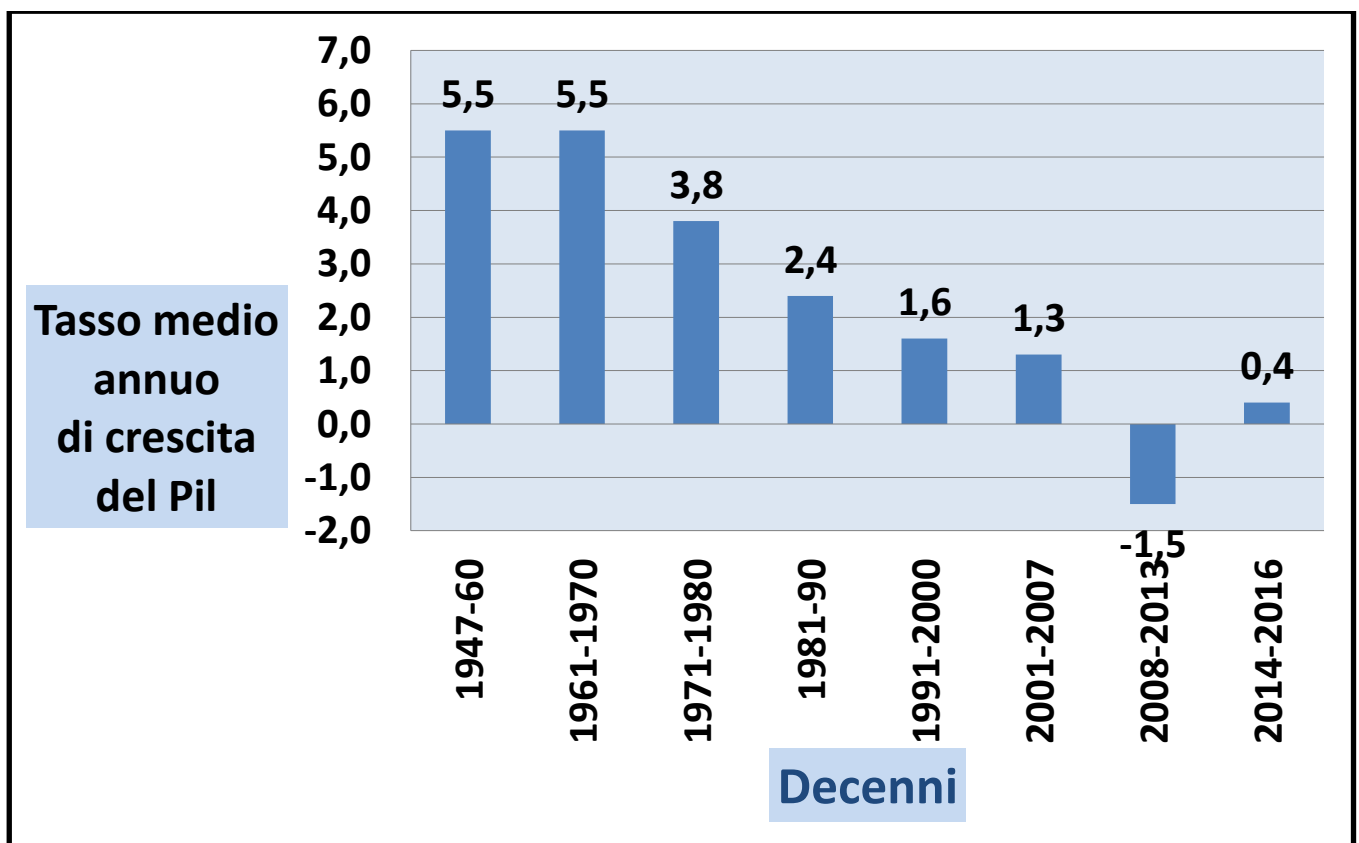
In questo contesto, va osservato un altro importante indicatore della sostenibilità finanziaria, la **posizione patrimoniale netta sull'estero (PNE)** che rappresenta la differenza tra le attività e le passività finanziarie di un paese nei confronti del resto del mondo. Secondo la Banca d'Italia la PNE dell'Italia segnala a dicembre 2015 un **passivo di 395,6 miliardi**, il 24,2% del Pil, un risultato sostanzialmente in linea con quello degli ultimi anni, **lontano comunque dalla soglia di allarme** fissata dalla Commissione europea nel suo programma di sorveglianza degli squilibri macroeconomici. Tuttavia, è giusto ricordare che alla fine degli anni novanta, quando l'Italia ha compiuto il massimo dello sforzo per entrare nell'area euro, al grave problema del debito pubblico potevano essere contrapposti fondamentali macroeconomici in ordine, con la PNE in attivo.

Tutte queste inquietudini sottendono un **riemergere del problema di fiducia nelle capacità autonome di crescita del sistema economico italiano**, anche se siamo molto lontani fortunatamente dai livelli di guardia toccati alla fine del 2011. Le possibili ragioni del calo di fiducia sono legate alle incertezze sull'esito del referendum costituzionale del 4 dicembre (e di conseguenza sul percorso delle riforme faticosamente avviato negli ultimi tempi) e all'andamento fiacco dell'economia derivante in parte anche dall'indebolimento del quadro internazionale, indebolimento che, secondo alcuni autorevoli economisti, prefigurerebbe addirittura un "ristagno secolare" dell'economia mondiale.⁴ Il Pil del nostro paese è previsto

⁴ Le previsioni dei principali organismi internazionali relative all'andamento dell'economia mondiale nel 2016 e nel 2017 segnalano un indebolimento del ciclo riconducibile ad una serie di ragioni: fattori

aumentare poco meno dell'1% sia nel 2016 che nel 2017, in linea con il risultato del 2015. **Prosegue, quindi, la bassa crescita dell'economia, un destino a cui l'Italia sembra condannata ormai da più di venticinque anni**, una trappola da cui non riesce ad uscire: la Grande Crisi ha accentuato gli effetti delle carenze strutturali del sistema-paese che si erano cominciati a manifestare già dagli anni novanta con un progressivo rallentamento della crescita.

Figura 1- Il rallentamento dell'economia italiana dal dopoguerra ad oggi



Fonte: Elaborazioni su dati Istat e FMI.

Ma se quel rallentamento poteva essere ricondotto alle politiche di rientro dal debito pubblico finalizzate all'adesione all'Unione economica e monetaria (UEM) dell'Unione europea, il successivo mancato rilancio ha

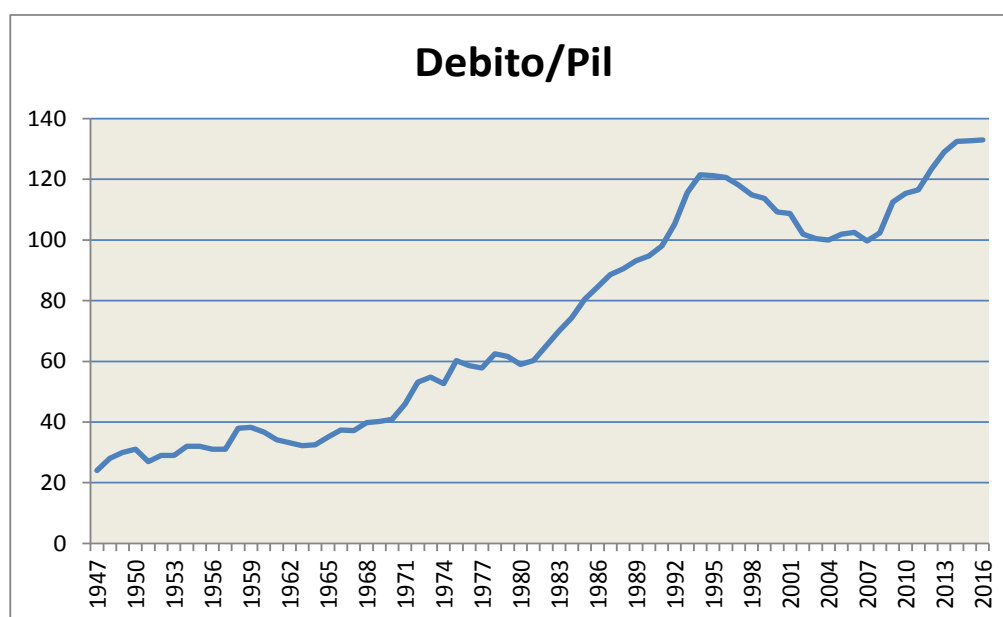
geopolitici (guerre, terrorismo...), processi di sviluppo interrotti o frenati in alcuni dei grandi paesi emergenti (Brasile, Cina, Russia...), crisi strutturale dell'Europa (perdita di competitività e aumento delle disuguaglianze, insufficienza delle riforme atte a contrastare gli effetti della globalizzazione, declino demografico, Brexit, questione immigrazione e incertezze sul futuro dell'Unione,) e, in misura molto minore, degli Stati Uniti (aumento delle disuguaglianze), cambiamenti di passo nelle innovazioni tecnologiche (caduta della produttività e quindi degli investimenti). Non è un caso se alcuni autorevoli economisti propongono da qualche tempo la tesi del "ristagno secolare" dell'economia, fortunatamente ancora da dimostrare.

posto sul tappeto la questione di un possibile “declino” dell’economia italiana spiegato da una serie di fattori: il modello di specializzazione dell’industria italiana troppo sbilanciato verso i settori tradizionali e le imprese medio-piccole; le inefficienze del sistema produttivo (la lentezza della giustizia civile, l’inadeguatezza della Pubblica Amministrazione, la limitata concorrenza nel settore dei servizi, l’arretratezza delle infrastrutture,...); l’ampio divario di sviluppo fra Centro-Nord e Mezzogiorno; il sottoutilizzo del lavoro femminile e, *last but not least*, l’invecchiamento della popolazione.

C’è poi un altro problema che rappresenta da oltre trenta anni una debolezza strutturale del nostro assetto economico-finanziario e un ostacolo alle azioni di policy a sostegno della crescita e alla riduzione della pressione fiscale: **il peso eccessivo del debito pubblico, che trova le sue radici nelle politiche perseguite negli anni settanta e ottanta del secolo scorso** e nelle mancate o insufficienti riforme dei decenni successivi. Negli anni settanta, infatti, importanti cambiamenti legislativi nel campo amministrativo regionale, pensionistico e sanitario determinano la rapida crescita della spesa pubblica, che in dieci anni passa dal 32% al 50% del Pil. Negli anni ottanta, i governi che si susseguono non hanno la forza politica necessaria per porre un freno all’aumento incontrollato della spesa e del debito mettendo in campo i necessari aggiustamenti. Negli anni novanta la crescita del debito diviene insostenibile determinando la crisi finanziaria/valutaria del 1992-1993, superata tramite una forte svalutazione della lira e l’avvio di una severa politica di risanamento e riforme che fa invertire la tendenza all’aumento del rapporto debito/Pil e consente all’Italia di aderire alla UEM. Negli anni duemila, nel nuovo regime economico europeo che non consente di ricorrere alla svalutazione e al deficit di bilancio per stimolare la crescita, il paese non riesce a reagire. L’arrivo nel 2008 della Grande Crisi e della conseguente lunga fase recessiva fa di nuovo schizzare il rapporto debito/Pil verso l’alto, evidenziando il circolo vizioso tra minore crescita economica, che si riflette negativamente sull’evoluzione dei conti (su cui influisce anche il consistente aumento di spesa connesso all’entrata in vigore nel 2001 della riforma del Titolo V della Costituzione⁵), e aggiustamento fiscale necessario per preservare la stabilità finanziaria, che contribuisce a ridurre la crescita.

⁵ La spesa corrente delle Regioni è passata da circa 107,7 miliardi di euro nel 2001 a 153 miliardi nel 2013.

Figura 2 La crescita del rapporto debito/Pil dal dopoguerra ad oggi



Fonte: Elaborazioni su dati Banca Italia e FMI.

In conclusione, **il debito accumulato nei decenni non si è ridotto** e le riforme, che avrebbero permesso di superare le debolezze strutturali dell'economia e accompagnare l'evoluzione del quadro economico e politico internazionale, dagli aiuti del Piano Marshall alla competizione del mondo globalizzato, non sono state fatte, con l'eccezione parziale degli anni novanta. Il cambiamento è stato in passato ed è tuttora frenato da ostacoli dovuti a un intreccio di interessi contrastanti. Qualche passo avanti è stato recentemente compiuto, ma ancora **lungo è il cammino di cui la riforma costituzionale**, che punta a migliorare l'efficacia decisionale dei governi eliminando alcuni di questi ostacoli (come ad esempio il bicameralismo perfetto e l'eccesso di potere legislativo delle regioni), **fa sicuramente parte**.

Roma, ottobre 2016