

I<sup>^</sup> EDIZIONE MMXVI  
Il Messaggero *dell'Economia*  
*Obbligati a crescere*

## **La crescita in Italia nel contesto internazionale**

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Fabio Panetta

Roma, 5 ottobre 2016



L'Italia sta emergendo dalla crisi economica più profonda e prolungata attraversata dalla sua unificazione. Una contabilità sommaria degli ultimi anni è sufficiente a mettere in luce come la lunga fase recessiva avviata nel 2008 abbia avuto nel nostro Paese effetti ingenti, che abbiamo sin qui riassorbito solo in parte. Nella media dell'area dell'euro l'anno scorso il prodotto si era riportato sul livello precedente la recessione; in Italia era ancora inferiore di quasi l'8 per cento. È stato significativo il recupero dell'occupazione, che dal 2014 cresce a ritmi più rapidi rispetto al prodotto e che è oggi di circa il 2 per cento inferiore al massimo del 2008. Sono soprattutto gli investimenti a restare ben lontani dai livelli precedenti: l'anno scorso erano ancora di un terzo inferiori al valore pre-crisi.

### **La crescita italiana nel contesto internazionale**

La debolezza della crescita non è una caratteristica solo italiana, anche se ha interessato il nostro paese con intensità particolare. L'economia mondiale, con poche eccezioni, mostra una preoccupante perdita di slancio. Non è ancora chiaro in che misura questa situazione rifletta fattori di ordine ciclico o, al contrario, strutturali.

Sebbene la letteratura economica abbia ampiamente documentato che le recessioni indotte da crisi finanziarie sono più profonde e caratterizzate da un recupero successivo più lento<sup>1</sup>, la debolezza dell'attuale ripresa globale non ha precedenti. Dal 2011 non solo la crescita è stata notevolmente inferiore a quella pre-crisi, ma le previsioni dei maggiori istituti di ricerca sono risultate sistematicamente troppo ottimistiche in ogni singolo anno. Il rallentamento del prodotto si è anche riflesso in una pronunciata revisione al ribasso delle stime della crescita potenziale per quasi tutte le economie avanzate<sup>2</sup>.

Questi andamenti sono stati preceduti e accompagnati da una decelerazione della produttività del lavoro. Nei paesi dell'OCSE, la crescita media annua della produttività del lavoro tra il 2009 e il 2014 è scesa all'1 per cento, dall'1,7 osservato tra il 2001 e il 2007. Per circa metà, il calo ha riflesso il minore stock di capitale per addetto: al termine dello scorso anno il livello degli investimenti negli Stati Uniti era di poco superiore a quello del 2007, nell'area dell'euro rimaneva inferiore di oltre 10 punti percentuali, in Italia di circa 30.

Il calo degli investimenti è un fenomeno preoccupante: non solo deprime la crescita corrente, traducendosi in una minor domanda e in una più bassa occupazione nell'immediato, ma erode le potenzialità future. Vi è il rischio concreto che la debolezza della ripresa economica

---

<sup>1</sup> C. M. Reinhart e K. S. Rogoff (2010), *“Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria”*, il Saggiatore.

<sup>2</sup> L. M. Ball (2014), *“Long-term damage from the great recession in OECD countries”*, NBER Working Paper n. 20185.

influenzi negativamente le attese per il futuro a livello globale, creando una “*low growth trap*”, una trappola della bassa crescita.

Questi sviluppi hanno riproposto la tesi del “ristagno secolare”, avanzata già in passato per spiegare la Grande Depressione seguita al crollo di borsa del 1929<sup>3</sup>. Secondo alcuni – come Larry Summers – il ristagno nasce da fattori che determinano un deficit permanente di domanda, quali l’elevata propensione al risparmio dovuta al *deleveraging*, la crescente disuguaglianza nella distribuzione del reddito, l’accumulo di riserve nei paesi emergenti, la caduta degli investimenti, anche per effetto degli andamenti demografici. Una diversa lettura – proposta da Robert Gordon – lega il ristagno a una riduzione del tasso di innovazione, al venir meno di innovazioni tecnologiche in grado di determinare lunghi periodi di crescita economica, come fecero nel passato la macchina a vapore o l’energia elettrica.

Affermazioni perentorie sulla fine delle grandi innovazioni sono state smentite nel passato<sup>4</sup>. È però indubbio che l’avvento delle nuove tecnologie dell’informazione e della comunicazione, unendosi alla pressione competitiva proveniente dai paesi emergenti, se da un lato crea nuove opportunità, dall’altro modifica profondamente la domanda di lavoro nei paesi avanzati e amplia il divario salariale a sfavore dei lavori con un minor contenuto di conoscenze e creatività<sup>5</sup>. La nuova conformazione dell’economia mondiale impone strategie, formazione e investimenti diversi rispetto al passato per crescere e per acquisire le abilità necessarie a competere e creare occupazione in futuro.

Il superamento di questi problemi richiede sforzi comuni e cooperazione tra Stati. Vanno sventate le tentazioni protezionistiche che emergono da più parti a livello internazionale. Anziché attenuare le difficoltà, queste contribuirebbero ad aggravarle, come avvenuto in passato, in particolare nel decennio che seguì la crisi del 1929.

### **L’eredità della crisi in Italia**

Rafforzare il sentiero della crescita è per noi, più che per altri, fondamentale e urgente: per garantire condizioni di stabilità finanziaria; per accrescere l’occupazione, soprattutto tra i giovani e le donne; per agevolare la mobilità sociale e conseguire una distribuzione più equa dei redditi; per ridurre l’incidenza del debito pubblico. Alla mancata crescita sono direttamente imputabili gli

---

<sup>3</sup> P. Pagano e M. Sbracia (2014), “*The secular stagnation hypothesis: a review of the debate and some hypothesis*”, Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza, 231 e l’ebook a cura di R. Baldwin e C. Teulings “*Secular stagnation: facts, causes and cures*, Voxeu.org, Londra, CEPR press, 2014.

<sup>4</sup> In particolare, il ristagno della produttività totale dei fattori sembra dipendere piuttosto dal rallentamento nel processo di diffusione delle innovazioni dalla frontiera verso il resto dell’economia (*breakdown in the diffusion machine*), come dimostrerebbe l’ampliamento del divario di produttività tra le imprese più e meno innovatrici.

<sup>5</sup> I. Visco (2015), “*Perché i tempi stanno cambiando*”, Il Mulino.

squilibri che oggi gravano sul settore bancario e sul mercato del lavoro, l'aumentata incidenza della povertà e il mancato aggiustamento dei conti pubblici. Il ritorno allo sviluppo è la chiave per avviare il riassorbimento.

Secondo nostre stime, in assenza della crisi la crescita in Italia tra il 2008 e il 2015 sarebbe stata più elevata di circa 1,5 punti percentuali all'anno, risultando lievemente positiva. In un tale scenario il rapporto tra le sofferenze bancarie e lo stock di prestiti alle società non finanziarie, al netto degli accantonamenti, invece di raggiungere l'8,4 per cento, il valore massimo toccato l'anno scorso e oggi in calo, sarebbe rimasto pressoché inalterato sui livelli precedenti la crisi, intorno al 2 per cento; le banche italiane avrebbero inoltre colmato circa la metà del ritardo di redditività rispetto a quelle degli altri paesi europei<sup>6</sup>.

Il tasso di disoccupazione, che nel 2007 era pari al 6 per cento, un valore vicino a quello coerente con la piena occupazione, negli anni scorsi ha raggiunto massimi prossimi al 13 per cento; l'aumento è attribuibile prevalentemente alla recessione. Oggi il tasso di disoccupazione è sceso intorno all'11,5 per cento.

L'impatto della doppia recessione sui redditi delle famiglie italiane è stato notevole. Nei nuclei con capo-famiglia dipendente il calo del reddito equivalente ha superato il 10 per cento; ancora più forte è stato per i lavoratori autonomi. Si è registrato un complessivo slittamento della distribuzione dei redditi verso il basso che si è riflesso in un aumento del numero di famiglie in una situazione di disagio economico elevato, soprattutto tra i nuclei con capofamiglia più giovane<sup>7</sup>. La crisi globale ha determinato un aumento dell'incidenza della povertà, più accentuato in Italia che negli altri principali paesi europei. Il fenomeno è particolarmente preoccupante quando colpisce i minori: se sperimentata nei primi anni di vita, la povertà ha un impatto permanente sulla formazione, sull'accumulazione di capitale umano di chi ne è vittima.

Anche il necessario sforzo di risanamento del bilancio pubblico ha dovuto confrontarsi con il contesto macroeconomico sfavorevole. A quest'ultimo è ascrivibile l'aumento del rapporto tra debito pubblico e PIL, salito lo scorso anno al 132 per cento del prodotto, oltre 30 punti percentuali in più rispetto al 2007. Se da quell'anno il prodotto fosse cresciuto in linea con la media di lungo periodo e la dinamica dei prezzi si fosse mantenuta vicina al 2 per cento, tenendo conto anche delle

---

<sup>6</sup> A. Notarpietro e L. Rodano (2016), *"The evolution of bad debt in Italy during the global financial crisis and the sovereign debt crisis: a counterfactual analysis"*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 350 e U. Albertazzi, A. Notarpietro e S. Siviero, 2016, *"An inquiry into the determinants of the profitability of Italian banks"*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>7</sup> Capitolo *"I bilanci delle famiglie italiane: uno sguardo di lungo periodo"*, Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2015.

maggiori entrate che sarebbero derivate da una crescita economica più sostenuta, il peso del debito sul PIL sarebbe sceso in misura non trascurabile.

### **La ripresa in corso e gli investimenti**

L'attività economica è tornata a espandersi dal 2014. L'anno scorso la crescita del prodotto è stata dello 0,8 per cento, contro 2,0 per cento per l'area dell'euro. L'occupazione sta aumentando a ritmi più rapidi di quelli del PIL, ma in assenza di una accelerazione recupererebbe le perdite subite durante la recessione non prima di un triennio. La ripresa deve quindi consolidarsi e rafforzarsi.

Le imprese italiane considerate nel loro insieme hanno dimostrato, anche durante la recessione, di essere in grado di competere sui mercati internazionali: negli ultimi sei anni il tasso di crescita delle vendite all'estero di beni e servizi ha superato in misura non trascurabile quello della domanda potenziale proveniente dai nostri mercati di sbocco<sup>8</sup>. Nel 2015, il saldo estero di conto corrente era di quasi 6 punti percentuali di PIL superiore rispetto al livello del 2010; secondo analisi nostre e di organismi internazionali il suo netto miglioramento non è legato a fattori ciclici<sup>9</sup>.

Negli ultimi due anni ha ricominciato a crescere stabilmente la spesa delle famiglie per consumi, la componente quantitativamente più rilevante della domanda interna, pur a un ritmo moderato. La ripresa dei consumi trae beneficio dall'incremento dell'occupazione e dei redditi, oltre che dalla progressiva stabilizzazione delle aspettative delle famiglie e dalle misure di sostegno al reddito<sup>10</sup>. Ha influito il progressivo riassorbimento dei timori dei consumatori sulle prospettive lavorative e sul bilancio familiare, tornati sui valori medi di lungo periodo.

La debolezza della ripresa dipende soprattutto dai bassi investimenti. L'accumulazione di capitale, in crescita dall'inizio del 2015, mostra un andamento ancora incerto. Il suo contributo al consolidamento dell'attività rimane modesto: dall'inizio dell'anno scorso l'apporto degli investimenti alla crescita del PIL è stato di circa mezzo punto percentuale, contro 8 decimi nella media dell'area e 1,5 punti in Spagna. I segnali di ripresa stentano pertanto a tradursi in un atto di fiducia, quale l'investimento è, sul futuro della nostra economia.

---

<sup>8</sup> Cfr. capitolo "La domanda estera e la bilancia dei pagamenti", Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2015.

<sup>9</sup> S. Fabiani, S. Federico e A. Feletigh (2016), *Adjusting the external adjustment: cyclical factors and the Italian current account*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 346.

<sup>10</sup> A. Neri, C. Rondinelli e F. Scoccianti, "The marginal propensity to consume out of a tax rebate: the case of Italy", contributo presentato alla conferenza *The Bank of Italy's analysis of household finances. Fifty years of the Survey on household income and wealth and the Financial accounts*, Roma, Banca d'Italia, 3-4 dicembre 2015.

## **Il problema: la debolezza dell'accumulazione di capitale in Italia**

La carenza di investimenti non è una situazione inconsueta: già Keynes nella Teoria generale sosteneva che “la debolezza dell'incentivo a investire è stata in ogni tempo la chiave del problema economico”<sup>11</sup>. Questa non è però una condizione inevitabile e immutabile. Può essere modificata ripristinando le condizioni perché le imprese, i cittadini, gli investitori tornino a guardare con fiducia al futuro dell'Italia.

Il ritorno a tassi di investimento più elevati, in linea con l'esperienza storica e con gli andamenti negli altri principali paesi europei, richiede uno sforzo condiviso dell'intera collettività nazionale, che potrà trarre alimento dalla prosecuzione del programma di riforme in atto. Occorre intervenire con ancora maggiore decisione sui molteplici ostacoli che frenano l'accumulazione di capitale. Questi includono le più difficili condizioni macroeconomiche e finanziarie in cui negli ultimi anni si è svolta l'attività delle aziende italiane. Ma comprendono anche un ambiente economico per molti versi meno favorevole alle imprese e fragilità strutturali del nostro sistema produttivo.

Riguardo al primo ordine di condizioni, a penalizzare gli investimenti sono oggi soprattutto le attese ancora contenute sull'andamento della domanda<sup>12</sup>. Negli stadi iniziali della recessione ha pesato il peggioramento delle condizioni di accesso al credito; tuttavia, grazie all'azione della politica monetaria, attualmente le condizioni creditizie non possono più essere annoverate tra gli ostacoli all'investimento, pur se permangono differenze nel costo e nella disponibilità dei finanziamenti in relazione alla dimensione, al settore di attività e al grado di rischiosità delle diverse imprese. Le previsioni più recenti per l'area dell'euro incorporano un consistente sostegno monetario che, come ha ribadito il Consiglio Direttivo della BCE, è essenziale mantenere.

Resta rilevante l'incertezza percepita dagli operatori. La dispersione delle opinioni nelle indagini campionarie e gli indici di volatilità nei mercati finanziari sono diminuiti. È tuttavia ancora elevata, benché difficile da quantificare, l'incertezza connessa con gli sviluppi geopolitici; essa trae alimento sia dai conflitti nel Vicino Oriente e dalla minaccia del terrorismo, sia dai timori di un regresso verso forme di chiusura nazionale e l'introduzione di barriere commerciali. In base alle nostre indagini, due terzi delle imprese esportatrici che hanno pianificato di ridurre per quest'anno

---

<sup>11</sup> J. M. Keynes, “Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta”, 2° edizione, UTET, Torino, 1978, p. 517.

<sup>12</sup> F. Busetti, C. Giordano e G. Zevi (2016), *The Drivers of Italy's Investment Slump During the Double Recession*, Italian Economic Journal.

la spesa per investimenti dichiara che tale decisione è stata influenzata dalle condizioni geopolitiche<sup>13</sup>.

Ma vi sono ostacoli strutturali all'investimento che sono specifici del nostro paese, quali l'entità degli oneri burocratici che gravano sulle imprese e i tempi della giustizia, per il rilascio di una licenza, per l'avvio di una attività produttiva<sup>14</sup>.

Il programma di riforme sta contribuendo ad aggredirli. Negli ultimi anni gli indicatori tratti dal rapporto *Doing Business* della Banca Mondiale hanno mostrato un miglioramento. Le riforme, che hanno interessato gran parte della struttura economica e sociale del paese, hanno permesso di ridurre di 6 punti percentuali la distanza dell'Italia dalle migliori pratiche internazionali. Il riconoscimento di questi progressi da parte degli osservatori internazionali, sia istituzionali sia privati, è andato di pari passo con la registrazione dei loro primi frutti, di cui sono un esempio significativo gli effetti positivi sull'occupazione determinati dalla decontribuzione e dall'introduzione del contratto a tutele crescenti<sup>15</sup>.

Lo sforzo di riforma deve proseguire con decisione, per colmare la distanza che ancora ci separa dalle principali economie. Le nostre analisi indicano che esso può contribuire a una crescita permanentemente più robusta nei prossimi anni<sup>16</sup>. In presenza di notevoli divari territoriali anche nell'efficienza delle Amministrazioni Pubbliche, occorre trarre insegnamento dalle esperienze locali di successo, estendendole all'intero Paese. Mantiene un rilievo assoluto un'azione di netto contrasto dell'evasione fiscale, della corruzione e della criminalità organizzata che, garantendo il rispetto delle regole e della leale concorrenza da parte di tutti, è un importante sostegno all'attività delle tante imprese competitive di cui l'Italia è dotata<sup>17</sup>.

Le tendenze dell'accumulazione di capitale risentono inoltre del dualismo del nostro sistema produttivo. Le aziende tradizionali, generalmente piccole, legate a metodi di produzione "flessibili", un tempo vantaggiosi ma oggi messi in crisi dalla nuova divisione internazionale del lavoro<sup>18</sup>, tendono a investire per mantenere la capacità produttiva esistente ma faticano ad estenderla. Per

---

<sup>13</sup> Riquadro "Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita", in Banca d'Italia, Bollettino Economico, n. 3, 2016.

<sup>14</sup> A. Borin, R. Cristadoro e E. Mattevi (2014) "Investimenti diretti esteri e qualità delle istituzioni", Questioni di economia e finanza n. 230, ora apparso nel volume a cura di B. Quintieri "L'Internazionalizzazione dell'economia italiana", Rubbettino, 2016.

<sup>15</sup> P. Sestito e E. Viviano (2016), "Incentivi alle assunzioni e/o riduzione dei costi di licenziamento?", Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 325.

<sup>16</sup> A. Gerali, A. Locarno, A. Notarpietro e M. Pisani (2015), "Every cloud has a silver lining. The sovereign crisis and Italian potential output", Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 1010.

<sup>17</sup> E. Bobbio (2016), "Evasione fiscale, dinamica d'impresa e crescita aggregata", Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 357.

<sup>18</sup> S. Rossi (2015), "Conoscenza, innovazione, rilancio dell'economia", Lectio Magistralis, Almo Collegio Borromeo, Pavia.



contro, le aziende più dinamiche, che negli ultimi anni hanno apportato innovazioni organizzative o di prodotto, secondo le nostre indagini intendono anche in futuro espandere la spesa per investimenti in misura significativamente maggiore rispetto alle altre. Questo dualismo non è riconducibile a una distinzione settoriale, anche quando si guardi al fenomeno con un grado elevato di dettaglio. Quasi in ogni comparto di attività convivono imprese innovative che si pongono sulla frontiera produttiva efficiente – al pari delle migliori aziende delle altre economie avanzate – con imprese che sono invece in difficoltà, attestate su posizioni difensive, meno inclini all’investimento.

Resta essenziale promuovere l’innovazione. La transizione del nostro sistema produttivo verso i comparti a più elevato contenuto tecnologico, verso una maggiore efficienza e una migliore allocazione delle risorse può essere aiutata dall’intervento pubblico, in collaborazione con il settore privato e con il mondo della ricerca.

Pur nell’ambito dello spazio di manovra ridotto in cui la politica di bilancio si trova oggi a operare, è necessario proseguire una politica orientata allo sviluppo, in particolare alleggerendo ulteriormente il peso delle imposte sui fattori della produzione. L’efficacia degli interventi sarà tanto maggiore quanto più essi saranno percepiti, all’interno del paese e da parte degli operatori economici internazionali, come parte di una coerente strategia di lungo periodo.

Secondo le nostre stime, gli incentivi fiscali all’investimento in vigore dalla fine del 2015 potrebbero nel complesso accrescere di due punti e mezzo percentuali l’accumulazione di capitale produttivo nell’arco di un biennio<sup>19</sup>. Tra le imprese che hanno deciso quest’anno di incrementare i livelli d’investimento rispetto al 2015, l’effetto di questo provvedimento è giudicato assai favorevolmente in oltre un terzo dei casi.

La propensione a innovare è legata anche alla struttura finanziaria delle imprese. Per promuovere l’innovazione, il capitale azionario è più appropriato rispetto al debito; esso consente infatti agli investitori di beneficiare interamente dei rendimenti elevati che i progetti innovativi, tipicamente rischiosi, possono offrire. Dal 2011 sono stati opportunamente introdotti sgravi fiscali legati agli incrementi patrimoniali (Aiuto alla crescita economica – ACE) allo scopo di eliminare la convenienza fiscale del debito rispetto al capitale di rischio. A distanza di un quinquennio, la norma è però ancora poco conosciuta: oltre un terzo delle imprese da noi interpellate la ignora; è fondamentale che la sua efficacia non venga sminuita dalla fissazione di un rendimento nozionale del capitale troppo basso.

---

<sup>19</sup> I. Visco (2016), “*Considerazioni finali del Governatore*”, Roma, 31 maggio 2016.

Nostre analisi indicano che l'intervento di legge del 2012, che ha definito le start-up innovative, prevedendo rilevanti incentivi fiscali per chi investe nel loro capitale, ha favorito la crescita dei finanziamenti esterni a queste imprese, attraverso capitale sia di rischio sia di debito, nonché un aumento più sostenuto dei tassi di investimento nei casi di incremento del capitale di rischio, che si conferma la fonte di finanziamento più adeguata dell'innovazione.

### **Ritornare a investire per crescere**

Il ritorno su ritmi di accumulazione di capitale più sostenuti può favorire la ripresa congiunturale; ma è anche lo strumento più efficace per innalzare la crescita potenziale del prodotto. Al di là del breve periodo, è questa la vera sfida per l'economia italiana. L'investimento è l'anello di congiunzione fra la domanda effettiva, nel momento nel quale viene effettuato, e la capacità di offerta, nel corso degli anni nei quali il capitale fornisce i suoi servizi produttivi.

Aumentare la crescita potenziale in Italia è possibile, il ritorno all'accumulazione ne è la chiave. Gli esercizi di contabilità della crescita indicano che oggi il lavoro è tornato a contribuire positivamente alla crescita potenziale, su livelli prossimi a quelli prevalenti prima della crisi; anche il sostegno fornito dalla dinamica della produttività totale dei fattori è ridivenuto positivo, sia pure debolmente. Il contributo dell'accumulazione è invece prossimo allo zero<sup>20</sup>. Si stima che se solo l'apporto del capitale tornasse sugli stessi livelli registrati negli anni precedenti la crisi, il tasso di incremento del prodotto potenziale aumenterebbe di oltre mezzo punto percentuale, riportandosi su valori coerenti con una crescita equilibrata della nostra economia e con un più rapido riassorbimento degli squilibri; vi contribuirebbe l'impatto positivo del capitale sulla produttività del lavoro.

Al rilancio degli investimenti e della crescita potenziale deve contribuire l'azione congiunta di tutte le politiche economiche: la politica monetaria, che continuerà a mantenere condizioni accomodanti e, se necessario, adotterà nuovi strumenti per garantirle, ma che non può da sola innalzare permanentemente il tasso di crescita; quella di bilancio, italiana ed europea, nell'ambito dei margini di manovra disponibili; e la prosecuzione dell'azione di riforma, che deve continuare a rimuovere gli ostacoli che ancora frenano l'accumulazione.

Come ha sottolineato il Governatore nelle Considerazioni Finali dello scorso maggio<sup>21</sup>, “il tasso di crescita potenziale non è un dato immutabile, replica di deludenti andamenti passati” di cui saremmo prigionieri. Può essere guidato e accresciuto dalle decisioni di oggi.

---

<sup>20</sup> Riquadro “*La crescita e gli investimenti in Italia*”, in Banca d'Italia, Bollettino Economico, n. 4, 2016, di prossima pubblicazione.

<sup>21</sup> I. Visco (2016), “*Considerazioni finali del Governatore*”, Roma, 31 maggio 2016.



