

Presentazione del rapporto
L'economia del Piemonte

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia
Luigi Federico Signorini

Torino, 18 giugno 2018

Autorità, signore, signori

Consentitemi di ricordare in apertura che da settembre entrerà nel vivo il progetto “Incontri con la Banca d’Italia”, inaugurato a Milano qualche giorno fa. Attraverso questo progetto la Banca d’Italia intende raccontare i propri compiti, le proprie funzioni e l’impatto concreto della propria attività sulla vita dei cittadini. Il progetto si svilupperà con cicli di quattro incontri tematici realizzati presso alcune Sedi della Banca, con la partecipazione dei nostri esperti, di professionisti, di giornalisti delle testate nazionali e locali, in dialogo con il pubblico. Qui a Torino l’iniziativa verrà realizzata in collaborazione con La Stampa.

Nel mio intervento cercherò di inquadrare i risultati dell’economia piemontese nel 2018, presentati dai colleghi della Sede regionale con la consueta ricchezza di dati e di riflessioni, nel contesto dell’economia italiana ed europea, a sua volta influenzata dagli andamenti globali. Lo farò ripercorrendo le considerazioni svolte poche settimane fa dal Governatore Visco, e altre che andiamo facendo in questi giorni in varie sedi.

Comincio dall’economia globale, la cui crescita, nonostante un certo rallentamento nel primo trimestre di quest’anno, sembra al momento destinata a proseguire a un ritmo piuttosto sostenuto, non diverso da quello del 2017 (3,8 per cento), e in linea con le previsioni del Fondo monetario internazionale. Il commercio mondiale, pur in lieve decelerazione rispetto all’anno scorso, dovrebbe continuare a crescere più rapidamente del prodotto globale, invertendo la tendenza degli anni precedenti.

Ma è proprio il commercio internazionale, elemento chiave della crescita, che dà luogo a qualche preoccupazione, accentuatasi negli ultimi giorni, per l’acuirsi delle tensioni commerciali. L’introduzione da parte degli Stati Uniti di dazi e tariffe su molti prodotti, a danno di numerose aree tra cui l’Europa; le probabili reazioni dei partner commerciali; il timore che si consolidi la tendenza a un nuovo protezionismo, che si scateni una guerra commerciale, costituiscono oggi la maggior fonte di rischio per la prosecuzione della crescita globale.

Un altro rischio – insieme alle tensioni geopolitiche che, tra alti e bassi, non si dileguano mai del tutto – è costituito dall’alto livello del debito mondiale, privato e pubblico. Dopo una battuta d’arresto in coincidenza con lo scatenarsi della crisi, il debito, come ha ricordato il Governatore, ha ripreso a crescere impetuosamente e ha raggiunto il 245 per cento del prodotto globale, 35 punti

in più che alla fine del 2007. “L’incremento – cito ancora il governatore Visco – è stato particolarmente accentuato nelle economie emergenti, dove una parte rilevante del debito delle imprese è denominata in valuta estera ed è quindi altamente soggetta a rischi finanziari, di cambio e di tasso. Rialzi inattesi dei rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti, legati anche ai possibili effetti di una politica di bilancio eccessivamente espansiva, e marcate fluttuazioni dei tassi di cambio potrebbero generare gravi tensioni sui mercati dei capitali”.

Pur tenendo conto dei rischi a cui ho fatto cenno, la crescita internazionale prosegue. Anche nell’area dell’euro, nonostante qualche segnale di rallentamento emerso nei primi mesi di quest’anno, l’aumento del PIL dovrebbe restare superiore al due per cento nel 2018. La politica monetaria continua ad accompagnare la crescita della domanda interna. I consumi sono sostenuti dall’aumento dell’occupazione. L’espansione del commercio mondiale spinge le esportazioni.

L’inflazione si sta riportando verso l’obiettivo della Banca centrale europea: un tasso di crescita inferiore ma vicino al 2 per cento annuo, da mantenersi in modo durevole in un orizzonte di medio periodo. Nell’ultima riunione di politica monetaria, tenutasi pochi giorni fa, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che gli acquisti netti di titoli proseguiranno al ritmo attuale di 30 miliardi di euro al mese fino a settembre, per poi rallentare a 15 miliardi e terminare a dicembre. Il reinvestimento del capitale rimborsato a fronte dei titoli che scadranno continuerà per un periodo di tempo esteso, e in ogni caso finché sarà necessario. Il Consiglio si attende che i tassi di riferimento restino invariati almeno fino all’estate del prossimo anno e in ogni caso fino a quando sarà necessario per assicurare che l’andamento dell’inflazione resti allineato con il profilo atteso di aggiustamento verso l’obiettivo.

La normalizzazione delle condizioni monetarie nell’area dell’euro prosegue dunque come annunciato, con tutta la cautela necessaria, in linea con il progressivo consolidamento dell’attività economica e delle prospettive dei prezzi. Il Consiglio si è dichiarato pronto ad aggiustare tutti gli strumenti disponibili per garantire che l’inflazione continui a convergere verso l’obiettivo.

Veniamo ora al nostro paese. L’economia italiana, che tra il 2008 e il 2013 ha attraversato la peggiore crisi che la storia nazionale ricordi (fuori dai tempi di guerra), è in recupero ormai da cinque anni, seppure a un ritmo meno rapido che altrove. Nel 2017 la crescita del prodotto è stata dell’1,5 per cento, più di quanto ci si attendeva all’inizio dell’anno. La domanda ha riflesso il buon andamento dei consumi e soprattutto degli investimenti.

Come ha osservato il Governatore, il rafforzamento dell'accumulazione di capitale, che era mancata nei primi tempi della fase di espansione, pone le basi per il proseguimento della crescita. Perché esso continui è importante che le imprese possano contare su un quadro di stabilità, di certezza sulle politiche economiche, di calma sui mercati. Gli investimenti sono stati favoriti negli ultimi tempi da agevolazioni fiscali, da incentivi per l'innovazione e dalle condizioni favorevoli del finanziamento, anche bancario, sostenute a loro volta dalla politica monetaria. Forse più importante di ogni altro fattore nel determinare la ripresa degli investimenti è stato il miglioramento della fiducia delle imprese circa le prospettive economiche proprie e del paese.

Alla crescita dei consumi ha contribuito quella dell'occupazione, stimolata dalle misure di sostegno alla domanda di lavoro. Le migliori prospettive di impiego hanno spinto molte persone prive di lavoro a tornare a cercarlo; ma nonostante l'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, la disoccupazione è scesa dal picco del 2014 – poco meno del 13 per cento – a circa l'11.

Anche sul fronte dei conti con l'estero le notizie sono positive; negli ultimi anni, anzi, le esportazioni sono state costantemente un fattore trainante dell'economia. Ripercorrendo ancora le Considerazioni finali, ricordo che nel 2017 esse sono cresciute del 5,4 per cento, un tasso superiore a quello degli altri principali paesi dell'area dell'euro. Grazie soprattutto al continuo avanzo delle partite correnti, le passività nette dell'Italia sono diminuite dal 23 per cento del prodotto nel 2013 a meno del 7. Se la discesa proseguisse a questo ritmo, l'azzeramento delle passività nette sull'estero non sarebbe più un obiettivo lontano.

Infine, l'espansione dell'attività produttiva ha riguardato quasi tutti i principali settori dell'economia. Anche nell'industria delle costruzioni il valore aggiunto ha segnato un incremento significativo, il primo dal 2006.

La ripresa congiunturale ha determinato un aumento della domanda di prestiti, sostenuta anche dai bassi tassi di interesse; le condizioni di accesso al credito sono migliorate, benché rimanga qualche restrizione per le imprese di minori dimensioni e per quelle delle costruzioni, ancora caratterizzate da una maggiore rischiosità.

Nei primi mesi del 2018 si sono osservati anche in Italia alcuni segnali di rallentamento dell'attività manifatturiera e un lieve calo degli indici di fiducia delle imprese. Nell'opinione prevalente si tratta di un indebolimento temporaneo.

“Preservare la fiducia delle famiglie, delle imprese e degli investitori – ha osservato il Governatore – è necessario perché la crescita dell’economia continui e si rafforzi”. Non c’è nulla da temere dalla graduale normalizzazione delle condizioni monetarie. Essa era attesa e annunciata da tempo; il basso indebitamento delle famiglie italiane (molto più basso della media dell’area dell’euro), la significativa riduzione di quello delle imprese, la bassa esposizione degli intermediari finanziari alle conseguenze di un aumento dei tassi, e infine, nonostante la condizione di vulnerabilità rappresentata dall’elevato debito pubblico, l’elevata vita media residua di quest’ultimo, oggi superiore a sette anni, sono tutti fattori che in condizioni di calma sui mercati consentono all’Italia di guardare con tranquillità, e di prepararsi per tempo, all’uscita dalla fase, ormai protratta a lungo, degli interventi monetari di emergenza attuati in reazione all’acutissima crisi degli anni scorsi. Però è cruciale che le condizioni sui mercati finanziari si mantengano favorevoli, e a questo fine la variabile chiave è la fiducia.

Come ho appena detto, il più ovvio fattore di vulnerabilità per il nostro paese è rappresentato dal debito pubblico. Non è l’unico, certamente, e più avanti farò qualche cenno al resto; tuttavia è quello la cui evidenza è più lampante, e sul quale le leve d’azione della politica economica sono più dirette. Negli ultimi anni, almeno, la sua consistenza rispetto al prodotto si è sostanzialmente stabilizzata. Ma il livello resta di gran lunga troppo alto. Alla fine del 2017 il debito pubblico era quasi il 132 per cento del PIL. In una recente testimonianza parlamentare ho avuto occasione di ricordare che, nell’area dell’euro, esso è inferiore soltanto a quello greco; è superiore rispettivamente di 68, 35 e 34 punti percentuali a quelli della Germania della Francia e della Spagna; del 51 per cento a quello medio dell’area. Un debito così elevato, osserva il Governatore, “scoraggia gli investimenti aumentandone i costi di finanziamento e alimentando l’incertezza; accresce il ricorso a forme di tassazione distorsiva, con effetti negativi sulla capacità di generare reddito, risparmiare e investire; comprime i margini disponibili per politiche sociali e di stabilizzazione macroeconomica”. Quest’ultimo punto è divenuto di drammatica evidenza durante la crisi dei debiti sovrani, quando, per evitare che il rapido aumento dello spread sui titoli di Stato innescasse un circolo vizioso, fu necessario adottare una politica di bilancio restrittiva in una fase congiunturale avversa.

Il debito elevato ci rende vulnerabili rispetto a crisi di fiducia: un paese che ha 2.300 miliardi di debito pubblico, che ne deve rifinanziare circa 400 all’anno, non può ignorare questo fatto.

Tutto ciò però, e mi pare importante sottolinearlo, costituisce un problema da affrontare con serietà e consapevolezza, non una condanna a cui non si può sfuggire. In alcuni interventi recenti

abbiamo argomentato, sulla base di semplici simulazioni indicative, che la strada che porta a una sostanziale riduzione dell'incidenza del debito pubblico è percorribile.

Rimando alla mia recente testimonianza parlamentare per un esame più dettagliato dei meccanismi che governano l'evoluzione nel tempo del rapporto fra debito e prodotto e dei possibili sentieri di rientro. In sintesi, osservavo che raggiungendo nell'arco di qualche anno e poi mantenendo un avanzo primario dell'ordine del 3,7 per cento del prodotto (il suo valore tendenziale al 2021 stimato nell'ultimo DEF in assenza di interventi legislativi), ipotizzando un tasso di crescita annuo intorno all'uno per cento, l'inflazione al due per cento e un graduale ritorno dell'onere medio del debito ai livelli osservati prima della crisi (prossimi al 5 per cento, contro il 3 attuale), il rapporto tra debito pubblico e PIL potrebbe tornare sotto il 100 per cento nel giro di una decina di anni. Il livello di avanzo primario ipotizzato in questo esercizio non è un obiettivo impossibile: dal 1995 al 2000, in preparazione dell'euro e nei primi anni del suo avvio, mantenemmo avanzi primari ben superiori, dell'ordine del 4,5 per cento in media.

La discesa, ha osservato il Governatore, potrebbe essere più rapida se il miglioramento dell'avanzo primario e il consolidamento e la prosecuzione delle riforme strutturali sostenessero la crescita e abbattessero il premio per il rischio che grava sui rendimenti dei titoli pubblici italiani. Ma a questo fine è essenziale la credibilità dell'intento di consolidare i conti pubblici e di riformare l'economia. Devono ancora essere riassorbite le tensioni registrate in maggio sui mercati finanziari: il differenziale di rendimento tra i titoli pubblici italiani con scadenza decennale e gli analoghi titoli tedeschi è tuttora di circa 100 punti base superiore ai livelli registrati in media nei primi quattro mesi del 2018.

Se si guarda a una prospettiva di lungo periodo, "l'equilibrio della finanza pubblica poggia in larga misura sulla capacità della finanza pubblica di fare fronte all'aumento della spesa sociale determinato dall'invecchiamento della popolazione, in particolare nella previdenza e nella sanità. Le riforme introdotte in passato rendono gestibile la dinamica della spesa pensionistica; hanno risposto alla necessità di tenere conto dell'allungamento della vita media nel definire il rapporto tra i contributi versati e l'entità e la durata della pensione; hanno posto l'Italia in una posizione favorevole nel confronto internazionale" (sto ancora citando le Considerazioni finali). Aggiungo che tutto questo è vero nonostante una recente revisione, in senso sfavorevole, delle previsioni sulle tendenze demografiche ed economiche, particolarmente nel lunghissimo periodo; vanno tenuti sotto controllo gli andamenti del medio periodo, perché la cosiddetta "gobba" delle spese pensionistiche, il temporaneo aumento della loro incidenza sul PIL nell'arco dei prossimi 20 anni circa, si è accentuata con le ultime proiezioni. "Sarebbe rischioso – ha aggiunto il Governatore – fare passi

indietro. Interventi mirati, volti a ridurre specifiche rigidità, sono possibili, alcuni sono già stati effettuati in passato, ma vanno sempre adeguatamente compensati in modo da assicurare l'equilibrio attuariale del sistema pensionistico”.

Signore e signori

Nei mesi recenti le variabili fondamentali dell'economia italiana hanno avuto tutte un segno positivo. L'economia cresce da cinque anni. Gli investimenti sono in ripresa. I conti con l'estero sono buoni. L'occupazione aumenta, anno dopo anno, dal 2014. Anche le entrate fiscali risentono favorevolmente delle condizioni generali dell'economia; il disavanzo si riduce.

Non sarebbe giusto, s'intende, limitarsi a ricordare le buone notizie. L'Italia ha vissuto tra il 2008 e il 2013 una recessione durissima, le cui ferite si sentiranno ancora a lungo; il prodotto del paese non è ancora tornato quello che era dieci anni fa. Ma è importante che si inquadrino correttamente le alternative che si pongono *in questo momento* per la politica economica. In una fase espansiva, e con una politica monetaria ancora molto accomodante, la priorità non può essere rappresentata da interventi anticiclici. Non è utile aumentare il disavanzo. “A fronte di un temporaneo impatto positivo sulla domanda, reso peraltro incerto dal possibile materializzarsi di maggiori tensioni finanziarie, si avrebbero ripercussioni negative persistenti sul debito e sulla spesa per interessi” (è questa l'ultima frase delle Considerazioni finali che citerò).

Per favorire la crescita occorrono, oggi più che mai, interventi strutturali. Neppure in quest'ambito partiamo da zero. Il Governatore ha ricordato alcune riforme realizzate nel passato, recente e lontano, i cui effetti positivi sono oggi tangibili: quelle del mercato del lavoro e delle pensioni, per esempio, o gli interventi sugli incentivi alle imprese, intesi a migliorarne la capacità di raccogliere capitali e di innovare. Ma ha anche rammentato tutti i vecchi nodi che attendono ancora di essere sciolti, che frenano le potenzialità di sviluppo dell'economia: le sacche di attività sottratte al benefico operare della concorrenza, l'inefficienza dell'amministrazione pubblica e della giustizia, la necessità di continuare a migliorare il sistema dell'istruzione. Bisogna metterci mano.

Allo stesso tempo, ridurre l'incidenza del debito è irrinunciabile. Proseguire su questa strada, ha affermato recentemente con molta chiarezza il Ministro Tria, è “obiettivo esplicito del governo”. Se questa è la rotta condivisa, l'avanzo primario è la bussola che consente di mantenerla. Non vi sono, per via, ostacoli insormontabili: si può fare.

