



Ministero dell'Economia e delle Finanze

Dipartimento del Tesoro

Analisi e Programmazione
Economico Finanziaria

Working Papers

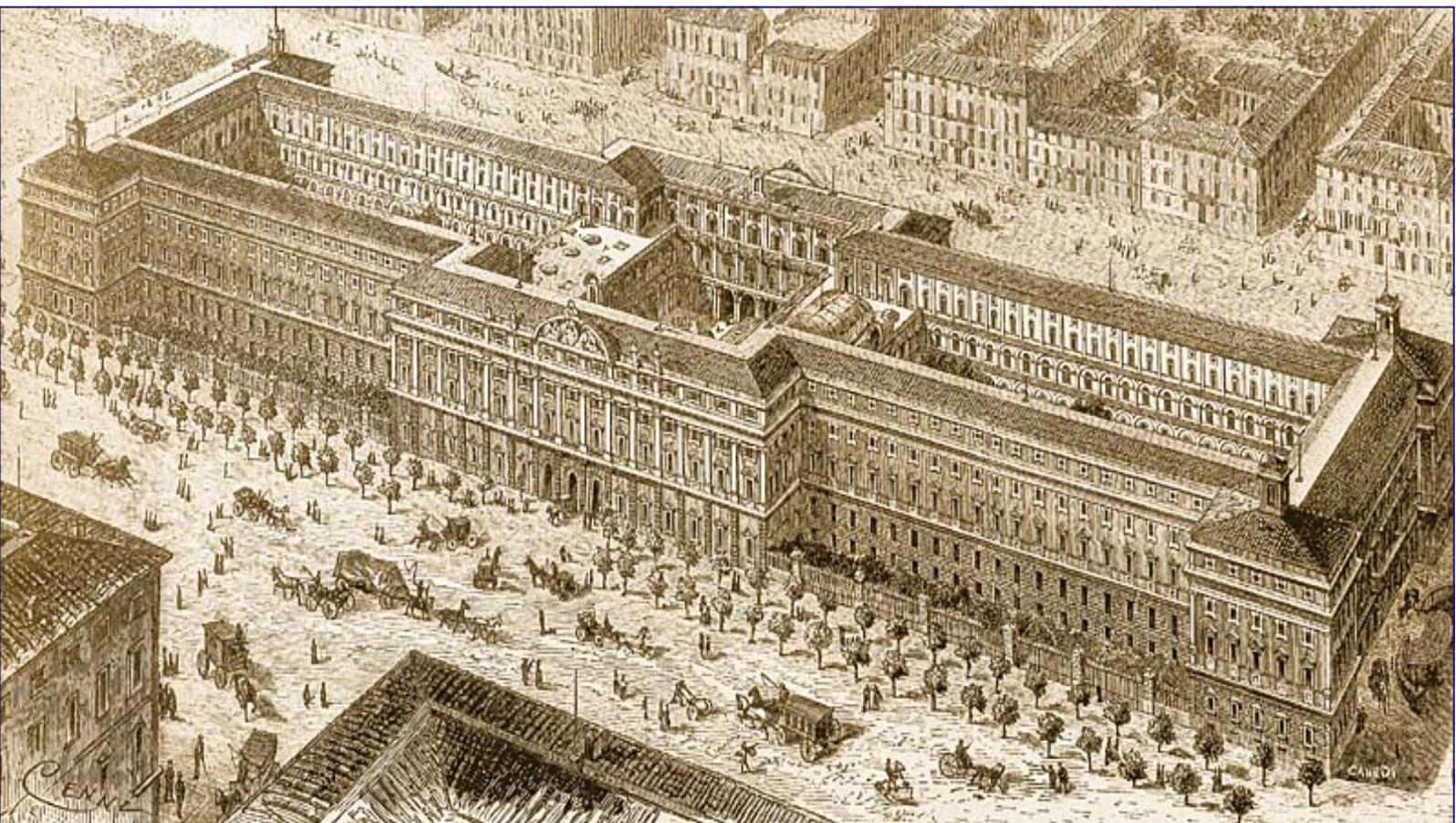
N°9 - Ottobre 2010



ISSN 1972-411X

Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo

di Antonio Bassanetti, Martina Cecioni, Andrea Nobili, Giordano Zevi



Working Papers

La collana intende promuovere la circolazione di Working Papers prodotti all'interno del Dipartimento del Tesoro (DT) del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) o presentati da economisti esterni in seminari organizzati dal MEF su temi d'interesse del DT con l'intento di stimolare commenti e suggerimenti.

Il contenuto dei Working Papers riflette esclusivamente le opinioni degli autori e non impegna in alcun modo l'Amministrazione.

© Copyright:

2010, A. Bassanetti, M. Cecioni, A. Nobili, G. Zevi

Il documento può essere scaricato dal sito web www.dt.tesoro.it e utilizzato liberamente citando la fonte e l'autore.

Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo

Antonio Bassanetti (*), Martina Cecioni (*), Andrea Nobili (*), Giordano Zevi (*)

Abstract

Il lavoro propone un'analisi comparata dell'andamento dei principali aggregati macroeconomici, reali e creditizi, nonché delle reazioni della politica monetaria in occasione delle più gravi recessioni attraversate dall'economia italiana. L'indagine, di tipo descrittivo, si concentra soprattutto sugli ultimi quarant'anni, per i quali il quadro informativo disponibile è ampio e dettagliato. In particolare, si confronta l'evidenza relativa alla profonda recessione del 2008-09 con quelle registrate nel 1974-75 e nel 1992-93, in corrispondenza delle crisi petrolifera e valutaria. Per un numero ridotto di variabili si propone anche un raffronto con gli andamenti negli anni trenta.

JEL Classification: E20, E32, E50, N14

Keywords: Fluttuazioni cicliche, recessioni, offerta di credito, politica monetaria.

Indice dei Contenuti

1	INTRODUZIONE	5
2	L'ECONOMIA REALE	5
2.1	IL PIL	6
2.2	I CONSUMI	9
2.2.1	<i>Il reddito disponibile e la ricchezza</i>	11
2.2.2	<i>Il clima di fiducia delle famiglie, il risparmio e il mercato del lavoro</i>	12
2.3	GLI INVESTIMENTI.....	15
2.3.1	<i>Il clima di fiducia delle imprese</i>	16
2.4	LE ESPORTAZIONI.....	17
2.5	L'INFLAZIONE	18
2.6	UN CENNO AGLI ANNI TRENTA	19
3	IL CREDITO E I TASSI D'INTERESSE	22
3.1	GLI IMPIEGHI BANCARI	24
3.2	I TASSI DI INTERESSE	29
4	CONCLUSIONI	32
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI		ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.

1 INTRODUZIONE¹

La gravità eccezionale della recessione che l'economia mondiale ha attraversato nel biennio 2008-09 ha stimolato l'interesse per le analogie e le specificità di questo episodio rispetto alle più profonde contrazioni produttive del passato.²

Il presente lavoro propone per l'Italia un'analisi descrittiva comparata dell'andamento dei principali aggregati macroeconomici reali e creditizi, nonché dei tassi di interesse, durante le più acute fasi di contrazione economica. In questa sede non si intende indagare i nessi di causalità dei meccanismi di trasmissione e propagazione delle crisi e neppure stabilire parallelismi stretti fra episodi storici assai differenti. Un esame approfondito dell'evoluzione dei diversi assetti istituzionali e dei contesti internazionali nell'ambito dei quali si sono generate e inasprite le diverse recessioni esula dagli scopi di questo studio.

L'indagine si concentra sugli ultimi quarant'anni, per i quali il quadro informativo disponibile è ampio e dettagliato; in particolare, si è scelto di confrontare l'evidenza relativa alla profonda recessione del 2008-09 con quelle registrate nel 1974-75 e nel 1992-93, in corrispondenza delle crisi petrolifera e valutaria.³ Inoltre, per un numero ridotto di variabili si propone un breve raffronto con gli anni venti e trenta. Quest'ultimo esercizio deve essere valutato con cautela, anche in considerazione delle caratteristiche statistiche dei dati disponibili, che li rendono idonei all'esame delle tendenze di fondo più che delle dinamiche di breve periodo.

Il resto del lavoro è organizzato come segue. Nella sezione 2 viene analizzato l'andamento degli aggregati macroeconomici reali; la sezione 3 si concentra sugli indicatori creditizi, in modo particolarmente approfondito su quelli che segnalano la presenza di restrizioni dal lato dell'offerta di credito, nonché sugli strumenti di politica monetaria; nella sezione 4 si riassumono le principali conclusioni. Il lavoro è completato dall'Appendice, che tratteggia graficamente l'evoluzione del PIL e delle sue componenti in corrispondenza dei punti di svolta del ciclo economico aggregato secondo la datazione proposta dall'Isae.

2 L'ECONOMIA REALE

In questa sezione viene analizzato l'andamento dei principali aggregati macroeconomici nell'intorno delle più gravi recessioni attraversate dall'economia italiana. Come già accennato nell'introduzione, oltre a quella del 2008-09, si considerano le contrazioni del 1974-75 e del

¹ Sebbene lo studio sia l'esito di un lavoro congiunto, la sezione 2 è attribuibile ad A. Bassanetti e G. Zevi, la sezione 3 a M. Cecioni e A. Nobili. Per i commenti a una versione preliminare del lavoro si ringraziano Paolo Del Giovane, Eugenio Gaiotti, Fabio Panetta, Giuseppe Parigi e, in particolare, Alberto Baffigi e Claire Giordano che hanno anche condiviso la loro approfondita conoscenza dei dati storici; siamo grati inoltre a un anonimo referee e ai partecipanti al seminario tenutosi presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze nel settembre 2009. I contenuti restano di responsabilità degli autori e non impegnano l'Istituto di appartenenza. Corrispondenza a: antonio.bassanetti@bancaditalia.it e andrea.nobili@bancaditalia.it.

² Si vedano, fra gli altri, Fondo Monetario Internazionale (2009 e 2010), Reinhart e Rogoff (2008, 2009a e 2009b).

³ L'analisi si concentra sulle crisi passate più severe. I risultati relativi agli aggregati macroeconomici reali per gli episodi recessivi del 1977 e del 1980-83 sono disponibili su richiesta presso gli autori.

1992-93.

L'esposizione dei risultati deve essere preceduta da una nota di metodo: per una maggiore efficacia descrittiva, in questa sezione la datazione adottata per i punti di massimo ciclico che hanno preceduto l'avvio delle fasi recessive (riportata in legenda nei grafici) è specifica a ciascuna delle variabili considerate e può pertanto differire, seppur di un numero esiguo di trimestri, dalla datazione di riferimento valida per il complesso dell'economia italiana, regolarmente aggiornata dall'Isae.⁴ Per completezza e confronto, tuttavia, si riporta in Appendice una breve descrizione dell'evoluzione delle stesse grandezze macroeconomiche anche in corrispondenza dei punti di svolta aggregati. Quest'ultima analisi, adatta a rendere maggiormente evidenti le differenti tempistiche degli effetti recessivi sulle variabili di contabilità nazionale, non muta le conclusioni del lavoro.

Nel paragrafo 2.6, infine, l'indagine viene brevemente estesa alla crisi dei primi anni trenta ricorrendo, data l'assenza di statistiche ufficiali, alla ricostruzione dei conti economici annuali proposta da Rossi et al. (1993)⁵

2.1 II PIL

Nelle principali recessioni del dopoguerra il PIL si è contratto in media per 4,5 trimestri consecutivi (3 nel 1974-75; 6 nel 1992-93), con un recupero dei livelli del picco ciclico precedente le crisi nell'arco di circa 2 anni (figg. 1 e 2). Sulla base dei dati al momento disponibili⁶, la flessione più recente, iniziata nel secondo trimestre del 2008, ha avuto durata analoga (5 trimestri).

La perdita cumulata di prodotto registrata complessivamente (-6,7 per cento al secondo trimestre del 2009) è largamente superiore a quelle subite sia nel 1992-93 sia nel 1974-75 (-1,9 per cento e -3,8 per cento, rispettivamente; fig. 1).⁷

⁴ Allo scopo di evitare elementi di arbitrarietà nella selezione dei punti di svolta del ciclo economico, per ciascuna variabile presa in considerazione si è seguita la regola, consolidata in letteratura, che identifica una fase recessiva (espansiva) con la sequenza di almeno due cali (aumenti) significativi nei livelli. Sulla base di tale approccio, mentre per alcune grandezze la contrazione attualmente in corso ha preso avvio nella seconda metà del 2008, per altre ha origine più distante, nel 2007, in concomitanza con il primo manifestarsi delle tensioni sui mercati finanziari internazionali. Per la datazione del ciclo economico aggregato proposta dall'Isae si veda, ad esempio, il Rapporto ISAE "Le previsioni per l'economia italiana", febbraio 2009.

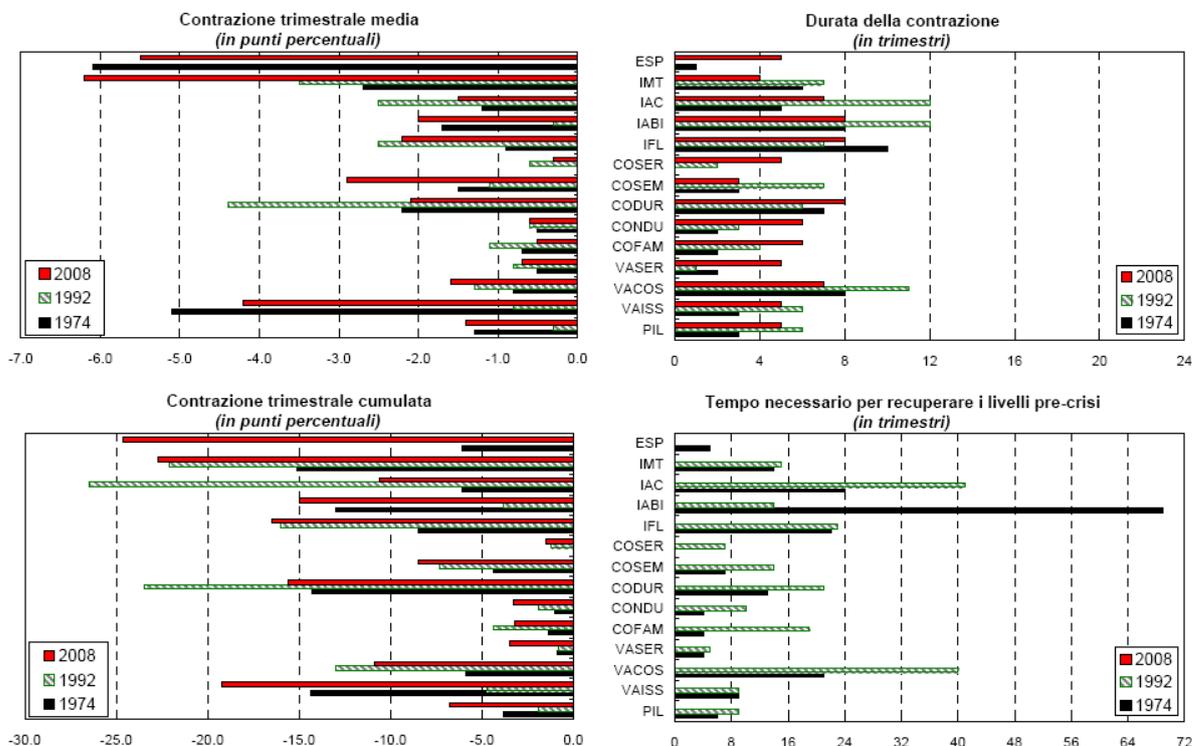
⁵ A fini di controllo, la robustezza dell'analisi proposta è stata verificata rispetto all'impiego di altre fonti storiche disponibili, richiamate nello stesso paragrafo

⁶ L'articolo è stato redatto avendo a disposizione i dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat fino al quarto trimestre del 2009; tali statistiche sono soggette a possibili revisioni nell'arco degli anni successivi alla loro pubblicazione.

⁷ Le serie dei conti nazionali trimestrali attualmente pubblicate dall'Istat iniziano nel 1980; ai fini di questo articolo, la ricostruzione delle stesse a partire dal 1970 è stata effettuata sfruttando la dinamica degli ultimi conti diffusi con tale anno di avvio, rilasciati dall'istituto di statistica nel 2003 e relativi al periodo 1° trimestre 1970 – 4° trimestre 2002. L'unica eccezione riguarda la disaggregazione dei consumi in beni durevoli, semidurevoli, non durevoli e servizi (si veda il paragrafo 2.2), per i quali è stato necessario ricorrere ai dati relativi al 1° trimestre 1970 – 3° trimestre 1998, pubblicati nel 1999.

Fig. 1 Intensità e durata delle crisi a confronto

Fig. 1 – Intensità e durata delle crisi a confronto



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

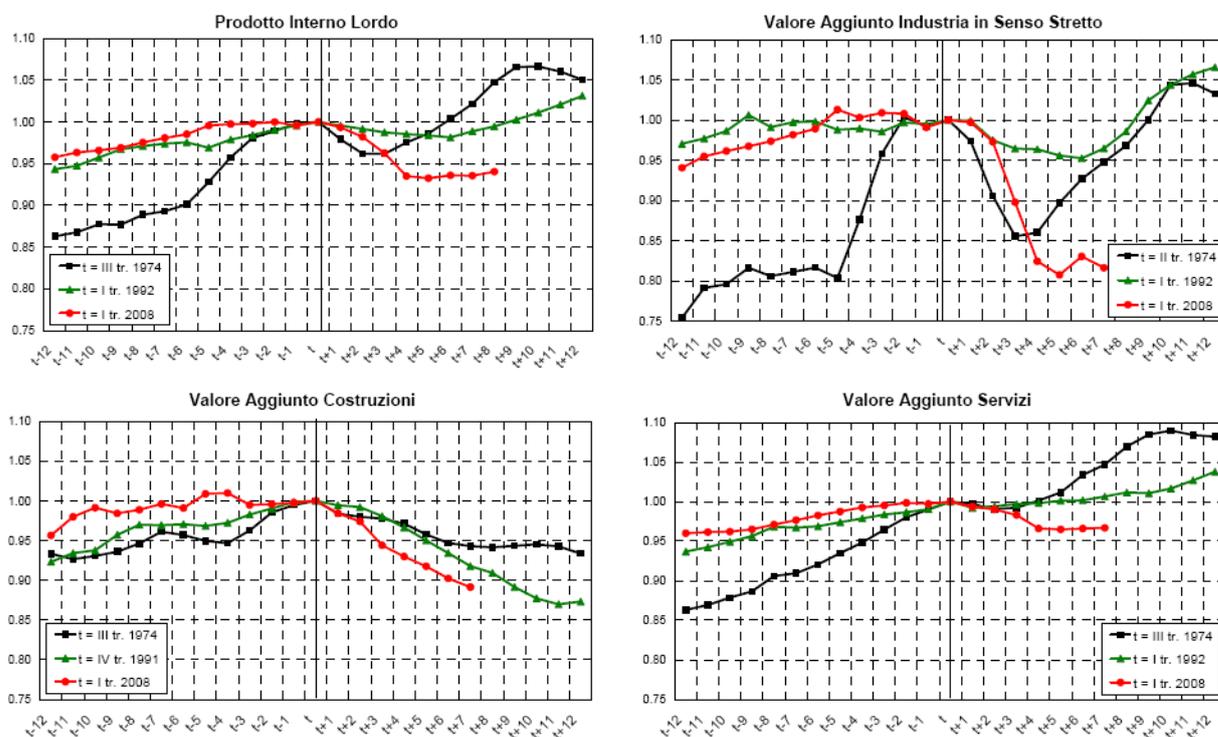
Legenda. PIL: prodotto interno lordo; VAISS: valore aggiunto industria in senso stretto; VACOS: valore aggiunto costruzioni; VASER: valore aggiunto servizi; COFAM: consumi famiglie residenti; CONDU: consumi di beni non durevoli; CODUR: consumi di beni durevoli; COSEM: consumi di beni semidurevoli; COSER: consumi di servizi; IFL: investimenti fissi lordi; IABI: investimenti in abitazioni; IAC: investimenti in altre costruzioni; IMT: investimenti in macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto e beni immateriali; ESP: esportazioni.

Nota: per la recessione più recente i dati sono aggiornati al quarto trimestre del 2009 e non si è ancora in grado di indicare, nel grafico in basso a destra, il numero di trimestri necessari per recuperare i livelli pre-crisi. Per il resto dei grafici e per tutte le recessioni, laddove non appaia l'istogramma di riferimento significa che per il corrispondente aggregato non si è registrata alcuna contraZIONE.

La flessione del PIL ha riflesso soprattutto quella dell'industria in senso stretto, che si è confermato il comparto a cui si trasmettono con maggior rapidità gli effetti degli shock negativi del ciclo economico. Fra il primo trimestre del 2008 e il secondo del 2009, il valore aggiunto del settore ha cumulato una contraZIONE del 19,2 per cento (figg. 1 e 2), più marcata di quelle subite nel 1974-75 (-14,4 per cento) e nel 1992-93 (-4,7 per cento).

Fig. 2 PIL e Valore aggiunto

(Indici=1 nel trimestre t di picco ciclico; dati destagionalizzati a prezzi concatenati)

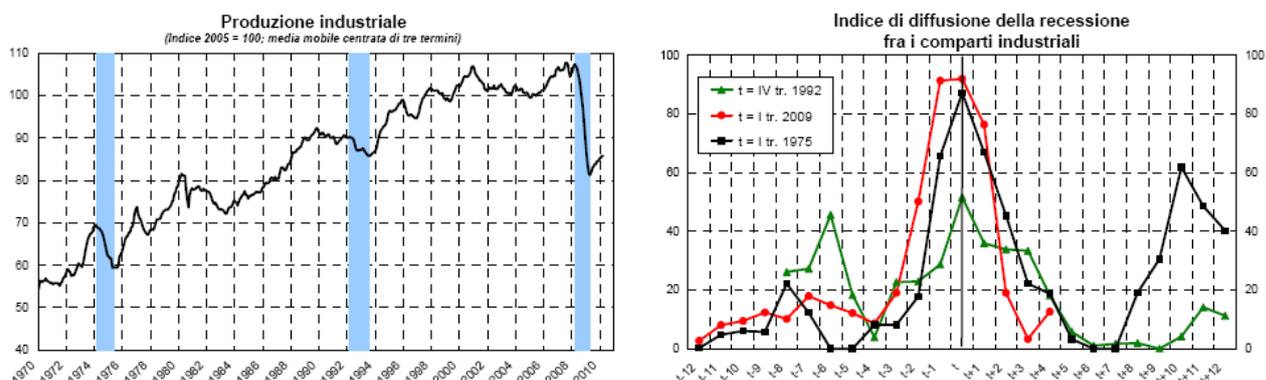


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Questa dinamica si è inserita, inasprendolo, nel quadro di progressivo indebolimento della nostra manifattura, ormai decennale: le quantità prodotte, misurate dall'indice della produzione industriale, sono scese nella primavera del 2009 sui livelli del 1987 (fig. 3); in occasione della recessione del 1974-75, anch'essa molto profonda, l'arretramento era stato alle quantità di soli due anni prima. Come in altri episodi caratterizzati, oltre che da un forte calo della domanda, da una marcata incertezza sulle prospettive della ripresa, l'attività produttiva ha in parte subito il freno del rapido processo di riduzione delle scorte di magazzino, attestatesi, secondo le inchieste elaborate dall'Isae e per l'intera durata della fase ciclica, al di sotto dei livelli abitualmente ritenuti normali.

Nel confronto storico, anche il grado di diffusione della crisi più recente risulta decisamente pronunciato: la quota dei settori industriali coinvolti nella fase flettente (oltre il 90 per cento nel primo trimestre del 2009) è stata maggiore di quelle rilevate sia nel 1974-75 sia, soprattutto, nella recessione dei primi anni novanta (87 e 52 per cento, rispettivamente; fig. 3).

Fig. 3 Indice di produzione industriale e grado di diffusione settoriale delle crisi



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Note: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate. L'indice di diffusione misura la quota di comparti industriali in recessione (definita come almeno due trimestri di calo consecutivi), calcolata mensilmente sull'insieme delle serie settoriali di produzione a livello di due cifre Ateco (secondo la classificazione "Ateco 2002" per le crisi del 1974-75 e del 1992-93 e "Ateco 2007" per la recessione del 2008-09); il valore trimestrale è la media dell'indice nei tre mesi di riferimento.

L'esperienza passata indica nel comparto delle costruzioni la più elevata persistenza delle fasi recessive: le contrazioni del valore aggiunto settoriale avviate nel 1974 e nel 1992 si sono estese mediamente per più di due anni (-5,9 e -13,0 per cento in termini cumulati), il doppio che nell'industria (figg. 1 e 2). Anche i tempi di recupero dei livelli antecedenti le crisi si sono rivelati particolarmente lunghi, pari rispettivamente a 5 e 10 anni, contro il biennio impiegato dal settore industriale. Sulla base dei dati disponibili fino al quarto trimestre del 2009, il calo più recente si è protratto già per 7 trimestri, con un ritmo medio (-1,6 per cento) lievemente più marcato di quelli registrati negli episodi della metà degli anni settanta e dei primi anni novanta (-0,8 e -1,3 per cento).

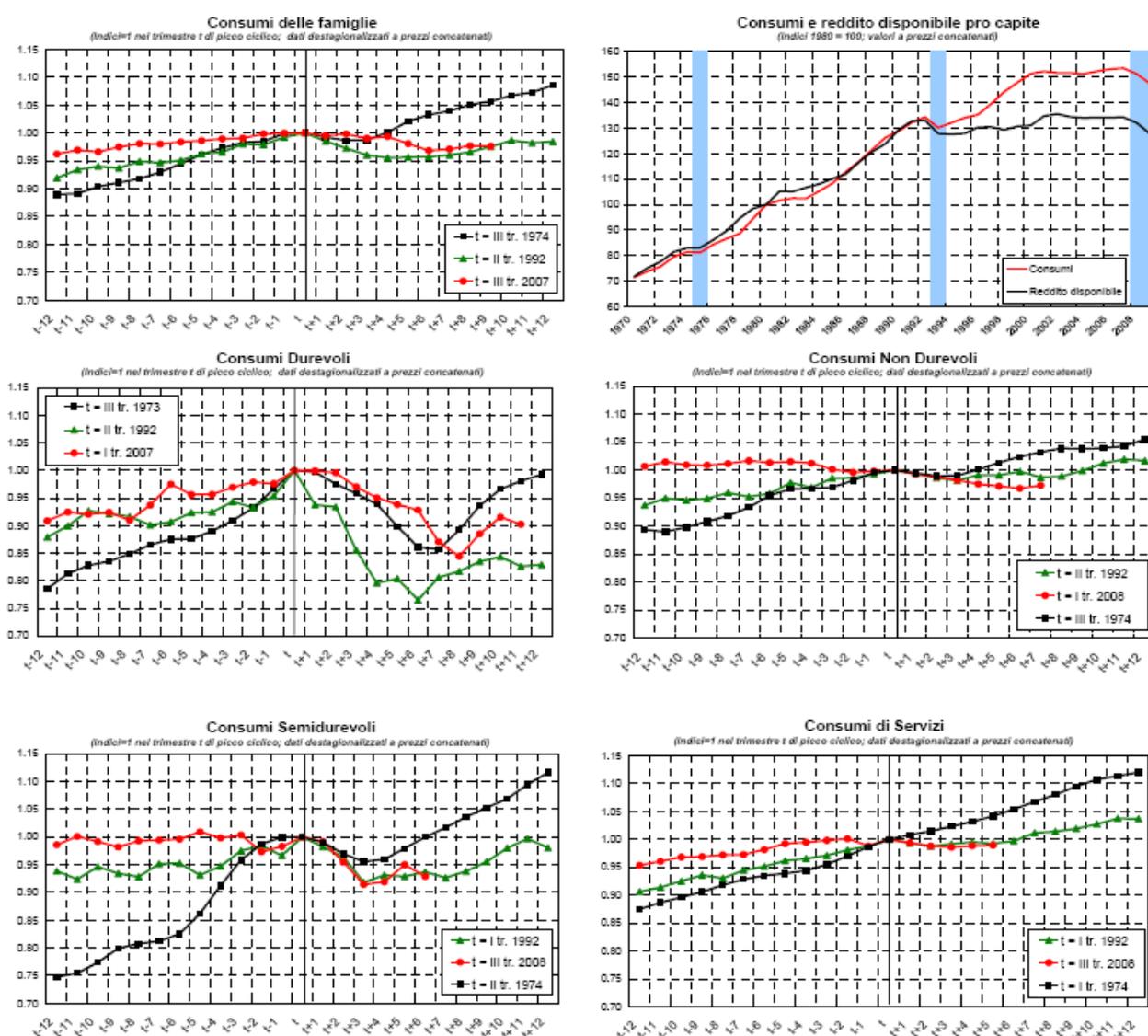
Il comparto dei servizi ha evidenziato il profilo ciclico più attenuato, come nelle altre recessioni. In queste ultime, tuttavia, gli effetti negativi si erano limitati a una pronunciata decelerazione del valore aggiunto; fra il secondo trimestre del 2008 e il primo del 2009 è stata invece rilevata una contrazione, seppur lieve, seguita da una sostanziale stazionarietà (figg. 1 e 2).

2.2 I consumi

Nelle recessioni del passato, a fronte del progressivo deterioramento del quadro congiunturale e dell'acuirsi dell'incertezza sulle prospettive di reddito a medio termine, le famiglie hanno ridotto in misura marcata gli acquisti di beni che erogano flussi di servizio pluriennali (beni durevoli), posticipandone il rinnovo, mantenendo invece pressoché invariati, o ribassando solo marginalmente, i consumi volti al soddisfacimento dei bisogni più immediati (beni non durevoli e servizi). Nel 1974-75 e nel 1992-93 la spesa in beni durevoli è infatti

diminuita rispettivamente di 14,3 e 23,5 punti percentuali, cumulati nell'arco di un anno e mezzo, con tempi di recupero dei livelli precedenti le crisi compresi fra i quattro e i cinque anni; si è aggiunta la flessione più contenuta dei consumi di beni semidurevoli (figg. 1 e 4). La recessione del 2008-09 ha nel complesso ripercorso tale regolarità (gli acquisti di beni durevoli sono calati del 15,6 per cento dalla primavera del 2007 a quella del 2009);⁸ tuttavia, qualche segnale di maggior debolezza rispetto agli episodi passati è giunto dai consumi di beni non durevoli. Nel 1974-75 e nel 1992-93 questi ultimi avevano registrato brevi e modeste contrazioni, nettamente superate, in durata e in misura, da quella recente (-3,3 punti percentuali cumulati fra l'inizio del 2008 e il terzo trimestre del 2009), che aggrava il graduale indebolimento in corso da circa un quinquennio (fig. 4).

Fig. 4 Consumi e reddito delle famiglie



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nota: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate.

⁸ La contrazione dei semidurevoli, cumulata fra la primavera del 2008 e il primo trimestre del 2009, è stata del 9,5 per cento.

2.2.1 Il reddito disponibile e la ricchezza

Sulla fiacchezza dei consumi (complessivamente diminuiti del 3,2 per cento fra il terzo trimestre del 2007 e il primo del 2009; +0,6 in media d'anno dal 2001) incide il ristagno quasi ventennale del reddito disponibile che, verosimilmente, influenza ormai in modo permanente le percezioni delle famiglie.⁹ Fra il 1992 e il 2009 la crescita media annuale del potere d'acquisto è stata infatti pressoché nulla (0,1 per cento; -3,4 per cento nel complesso del biennio 2008-09):¹⁰ la dinamica appare particolarmente tenue se confrontata con gli aumenti registrati nella media degli anni settanta e ottanta, pari rispettivamente al 3,9 e al 2,6 per cento (fig. 4). Il pronunciato rallentamento riflette quello di tutte le principali componenti, in particolare dei redditi da lavoro che, in termini reali e pro capite, sono rimasti pressoché invariati sui livelli dei primi anni novanta, sia per gli autonomi sia per i dipendenti.

A fronte della sostanziale debolezza del potere d'acquisto delle famiglie, nel quindicennio che ha preceduto la recessione più recente la spesa per consumi ha potuto beneficiare dei cospicui guadagni in conto capitale sulla ricchezza detenuta, dapprima attraverso la componente finanziaria, favorita dall'ascesa dei corsi azionari negli anni novanta, poi tramite quella immobiliare, sulla scorta del vivace ritmo d'incremento dei prezzi delle abitazioni dall'avvio del decennio in corso.¹¹ Nel 2008-09 anche questo sostegno si è vanificato. Gli andamenti negativi dei mercati dei capitali si sono riflessi nella contrazione del valore delle attività finanziarie delle famiglie: la flessione degli indici di borsa, iniziata dall'estate del 2007 e proseguita fino alla primavera del 2009, non trova riscontro nelle recessioni del 1974-75 e del 1992-93 ed è risultata analoga, per profondità, a quella del 2001-03 (fig. 5).

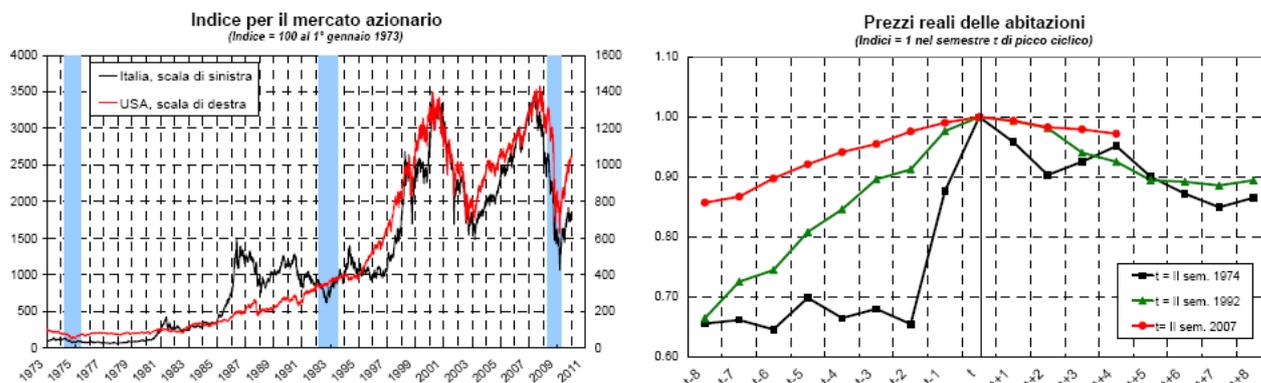
Pure la ricchezza immobiliare, di cui si compone più della metà di quella complessiva, ha, secondo gli ultimi dati disponibili, fortemente rallentato nel 2008. Vi ha contribuito, oltre al ristagno degli investimenti residenziali, il calo dei prezzi delle abitazioni in atto dal secondo semestre del 2007 e cumulativamente pari, alla fine del 2009, al 2,8 per cento in termini reali. In corrispondenza delle crisi del 1974-75 e del 1992-93 le quotazioni immobiliari avevano segnato un profilo flettente protrattosi per circa tre anni, con tempi di recupero dei livelli precedenti le recessioni pari a 6 e 10 anni, rispettivamente (fig. 5).

9 Al mutamento delle aspettative sull'evoluzione del reddito permanente delle famiglie avrebbero contribuito anche i cambiamenti istituzionali seguiti alla crisi dei primi anni novanta (si veda Miniaci e Weber, 1999). 10 In Germania e in Francia, nello stesso arco temporale, gli incrementi medi sono stati dell'1,0 e del 2,1 per cento, rispettivamente.

10 In Italia si stima una relazione di lungo periodo secondo cui, nell'aggregato, un innalzamento di 100 euro del valore della ricchezza si traduce in un aumento dei consumi di 6 euro nel caso della ricchezza finanziaria e di soli 1,5 nel caso di quella immobiliare; si veda Bassanetti e Zollino (2008). Per un'evidenza fondata sui micro dati si veda Guiso et al. (2006).

11 In Italia si stima una relazione di lungo periodo secondo cui, nell'aggregato, un innalzamento di 100 euro del valore della ricchezza si traduce in un aumento dei consumi di 6 euro nel caso della ricchezza finanziaria e di soli 1,5 nel caso di quella immobiliare; si veda Bassanetti e Zollino (2008). Per un'evidenza fondata sui micro dati si veda Guiso et al. (2006).

Fig. 5 Prezzi delle attività



Fonte: elaborazioni su dati Datastream e Banca d'Italia.
 Nota: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate.

Pure la ricchezza immobiliare, di cui si compone più della metà di quella complessiva, ha, secondo gli ultimi dati disponibili, fortemente rallentato nel 2008. Vi ha contribuito, oltre al ristagno degli investimenti residenziali, il calo dei prezzi delle abitazioni in atto dal secondo semestre del 2007 e cumulativamente pari, alla fine del 2009, al 2,8 per cento in termini reali. In corrispondenza delle crisi del 1974-75 e del 1992-93 le quotazioni immobiliari avevano segnato un profilo flettente protrattosi per circa tre anni, con tempi di recupero dei livelli precedenti le recessioni pari a 6 e 10 anni, rispettivamente (fig. 5).

Resta tuttavia ancora elevato, in un confronto sia storico sia internazionale, il valore della ricchezza complessivamente detenuta dalle famiglie italiane, che alla fine del 2008 ammontava a circa 8 volte il reddito disponibile (in discesa di tre decimi di punto rispetto al 2007); era nell'ordine del 5 agli inizi degli anni novanta, un livello solo di poco superiore a quello medio del decennio precedente.

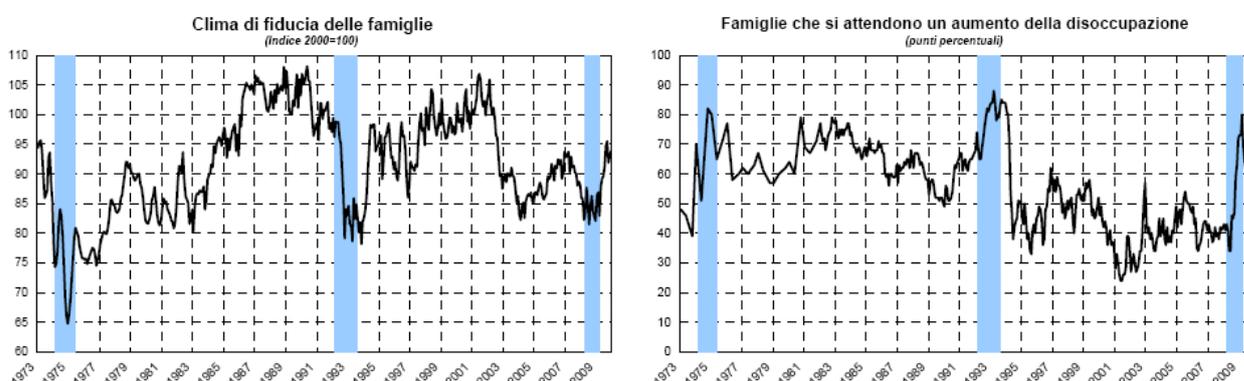
2.2.2 Il clima di fiducia delle famiglie, il risparmio e il mercato del lavoro

Nonostante la gravità della recessione, nel 2008-09 la crisi di fiducia delle famiglie è stata meno profonda di quelle del 1992-93 e, soprattutto, del 1974-75 (fig. 6): nelle valutazioni dei consumatori, gli effetti benefici sul bilancio familiare e sulla possibilità di risparmiare conseguenti alla netta riduzione del costo del denaro¹² e al rapido rientro delle tensioni inflative emerse fra l'ultimo trimestre del 2007 e il terzo del 2008 hanno parzialmente compensato le forti preoccupazioni sui riflessi occupazionali della marcata contrazione produttiva. Queste ultime sono risultate tuttavia estremamente diffuse: secondo le inchieste dell'Isae, nei primi mesi del

¹² La riduzione dei tassi ufficiali ha avuto avvio nell'autunno del 2008. I tassi medi sulle nuove erogazioni di mutui a tasso variabile per l'acquisto di abitazioni sono scesi dal 5,7 per cento alla fine dell'estate del 2008 al 2,2 per cento nel dicembre del 2009.

2009 la percentuale di famiglie che si attendeva un aumento del tasso di disoccupazione era salita fino all'80 per cento, più del doppio rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 6);¹³ al picco storico dell'88 per cento, registrato all'inizio del 1993, si era giunti con un peggioramento più graduale e distribuito su un arco temporale di circa tre anni.

Fig. 6 Clima di fiducia delle famiglie



Fonte: elaborazioni su dati Isae.

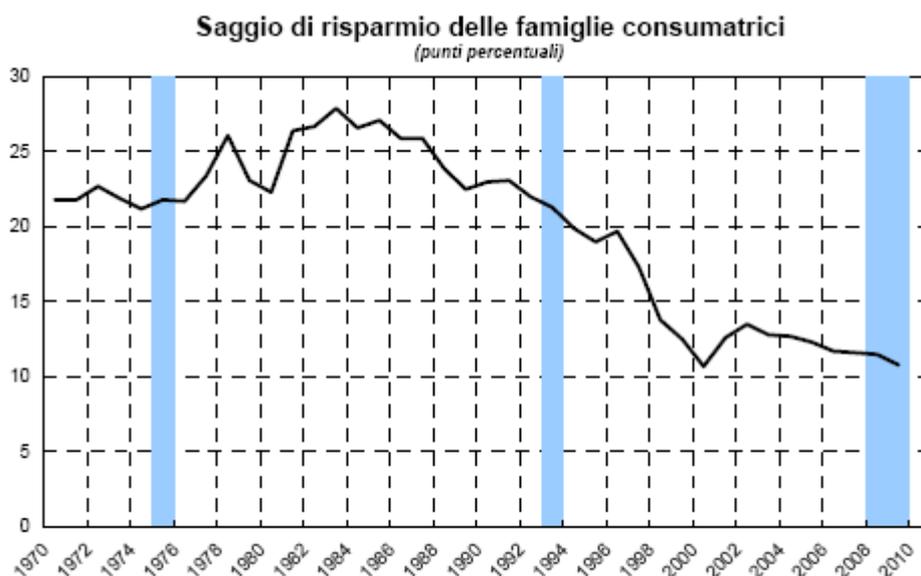
Nota: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate.

Nonostante questi sviluppi abbiano indotto almeno in parte una maggiore cautela nei comportamenti di spesa, nella media del 2009 la netta contrazione del reddito disponibile ha comportato una riduzione al 10,8 per cento della **propensione a risparmiare** delle famiglie. Il calo si innesta in una tendenza al ribasso più che ventennale: il saggio era intorno al 23 per cento all'inizio degli anni novanta e superiore al 25 alla metà degli anni ottanta (fig. 7).¹⁴ Dalla fine dello scorso decennio la propensione al risparmio delle famiglie italiane, storicamente molto elevata, risulta inferiore a quelle rilevate in Francia e in Germania, sostanzialmente stabili intorno al 15 per cento dall'inizio degli anni novanta.

¹³ La quota è calata nei mesi successivi, ma non è mai scesa al di sotto del 60 per cento nel corso del 2009.

¹⁴ La propensione al risparmio è calcolata sulla base del reddito lordo disponibile non corretto per la variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve tecniche dei fondi pensione.

Fig. 7 Propensione a risparmiare



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nota: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate.

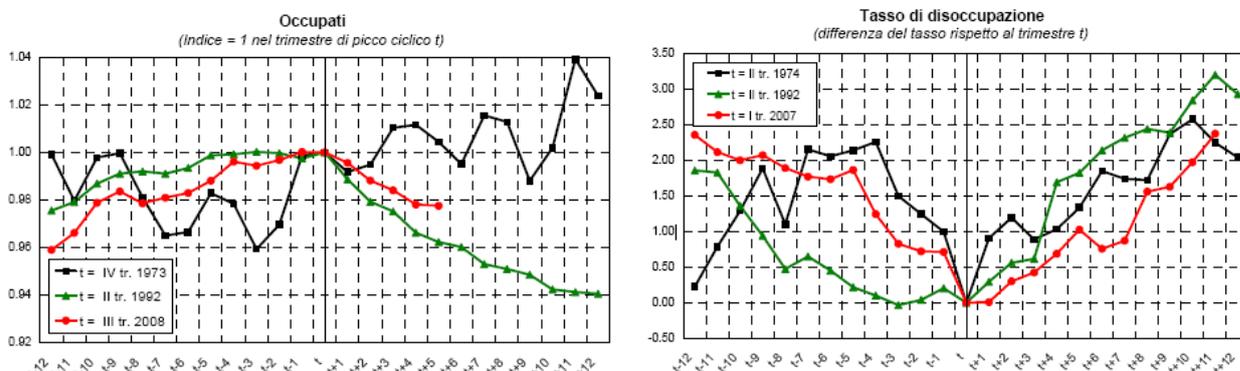
Sulle decisioni di spesa dei consumatori ha inciso la progressiva estensione della crisi al mercato del lavoro. I dati indicano che nel quarto trimestre del 2009 gli **occupati** erano inferiori di circa due punti percentuali rispetto al picco ciclico del terzo trimestre dell'anno precedente. Questo calo, particolarmente concentrato nell'industria, si confronta con la riduzione di oltre il 5 per cento registrata fra il 1992 e il 1995, interamente recuperata nei livelli solo nel corso del 2000; negli anni successivi al 1974 gli occupati avevano invece mantenuto una tendenza crescente (fig. 8).¹⁵ Inoltre, dallo scorcio del 2008 anche il ricorso alla **Cassa Integrazione Guadagni** è fortemente aumentato, con un'accelerazione superiore a quelle del 1974-75 e del 1992-93.

Nel quarto trimestre del 2009 il tasso di disoccupazione è salito all'8,3 per cento, in aumento di quasi due punti percentuali e mezzo rispetto al minimo del primo trimestre del 2007, un peggioramento che è ancora relativamente contenuto nei confronti di quelli rilevati nel complesso delle crisi del 1974-75 e del 1992-93, pari rispettivamente a oltre 2,5 e 3 punti percentuali (al 7,2 e all'11,3 per cento; fig. 8).¹⁶

¹⁵ Per un'analisi più approfondita sugli andamenti del mercato del lavoro italiano nel biennio 2008-09 si veda Cingano et al. (2010).

¹⁶ I livelli del tasso di disoccupazione precedenti le crisi furono recuperati nell'arco di, rispettivamente, sette e dieci anni.

Fig. 8 Tasso di disoccupazione e occupati



Fonte: elaborazioni su dati Istat (Indagine sulle Forze di Lavoro).

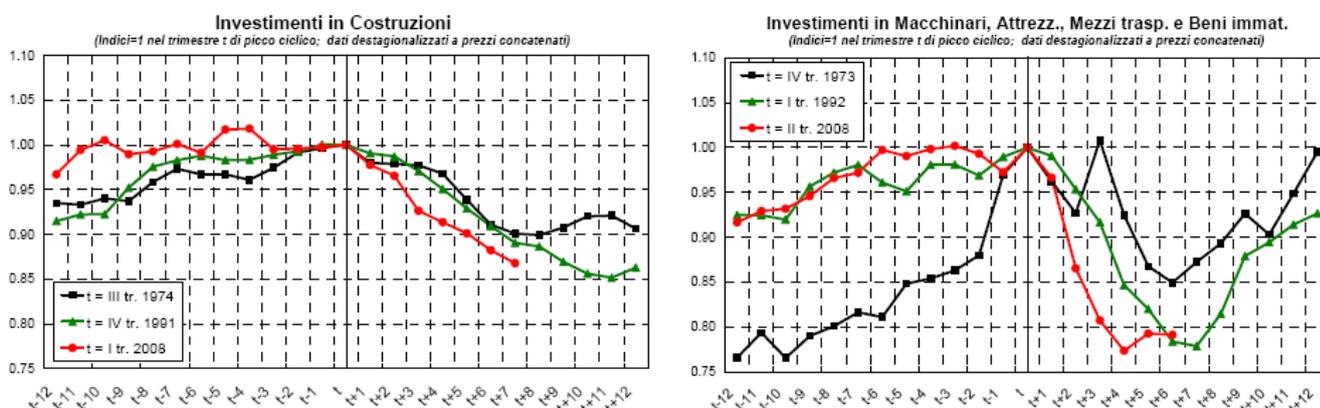
2.3 Gli investimenti

Gli investimenti fissi lordi hanno finora ripercorso il profilo tratteggiato nell'intorno delle altre principali recessioni del dopoguerra, con una flessione relativamente lenta e prolungata nelle costruzioni, soprattutto residenziali, più rapida negli altri beni (macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto e beni immateriali; fig. 9).

Per entrambe le componenti, la riduzione cumulata (-13,2 per cento per le costruzioni dal primo trimestre del 2008 al quarto del 2009; -22,7 per cento per i beni strumentali dal secondo trimestre del 2008 al secondo del 2009) supera quella subita nella crisi degli anni settanta (-10,1 e -15,1 per cento, rispettivamente) ed è analoga al calo segnato in quella dei primi anni novanta (-14,9 e -22,1 per cento, rispettivamente).

Fig. 9 Investimenti

(Indici = 1 nel trimestre t di picco ciclico; dati destagionalizzati a prezzi concatenati)

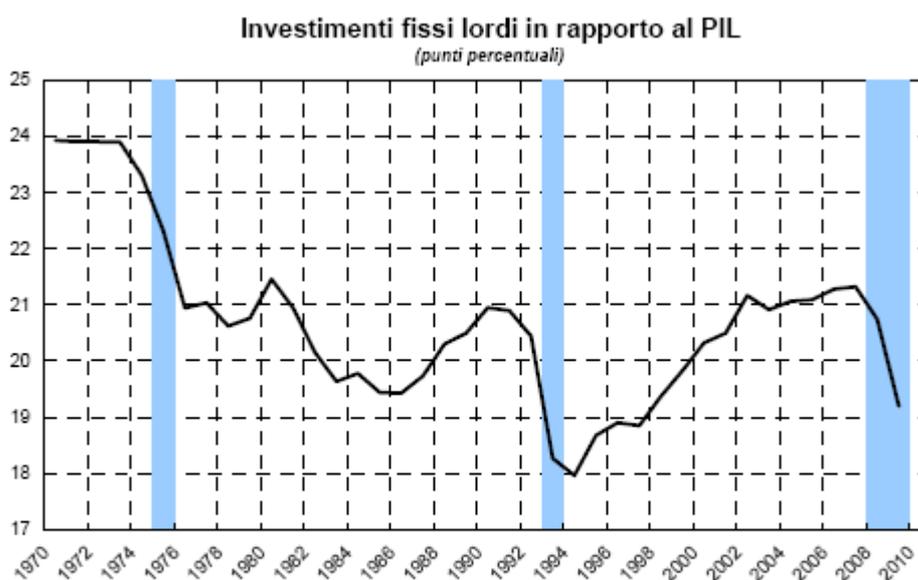


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Per l'aggregato degli investimenti fissi lordi, il ritmo medio di contrazione trimestrale (-2,2 per cento; fig. 1) è risultato superiore rispetto a quello registrato nel 1974-76 (-0,9 per cento) e simile a quello del 1992-93 (-2,5 per cento). Vi hanno contribuito soprattutto le brusche cadute dell'ultimo trimestre del 2008 e del primo del 2009 (-6,4 e -5,2 per cento, rispettivamente), che hanno fatto seguito, oltre alle deteriorate condizioni dell'economia, all'acuita incertezza sulle prospettive internazionali dopo il dissesto della banca Lehman Brothers e alle crescenti difficoltà di finanziamento connesse alla situazione dei mercati finanziari.

Fra il 2008 e il 2009 la propensione a investire, misurata dal rapporto fra gli investimenti e il PIL, è scesa al 19,2 per cento, dopo che si era stabilizzata intorno al 21, in media, dall'inizio del decennio (fig. 10). La flessione, pur marcata, è di entità più contenuta rispetto a quelle registrate nel 1975-76 e nel 1993.

Fig. 10 Propensione a investire



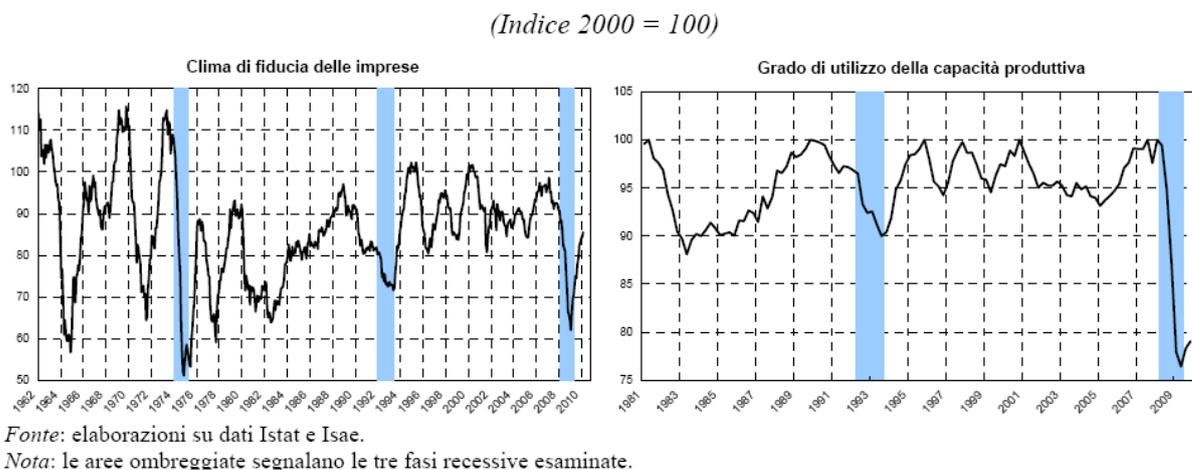
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nota: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate.

2.3.1 Il clima di fiducia delle imprese

L'attività di investimento ha risentito del peggioramento repentino che, durante la crisi, ha eroso il clima di fiducia delle imprese industriali. Dalla fine del 2008 e fino all'estate del 2009 l'indice si è collocato su valori più bassi di quelli rilevati a seguito della recessione del 1992-93 e non distanti dal minimo storico del gennaio 1975 (fig. 11).

Fig. 11 Clima di fiducia delle imprese e grado di utilizzo della capacità produttiva

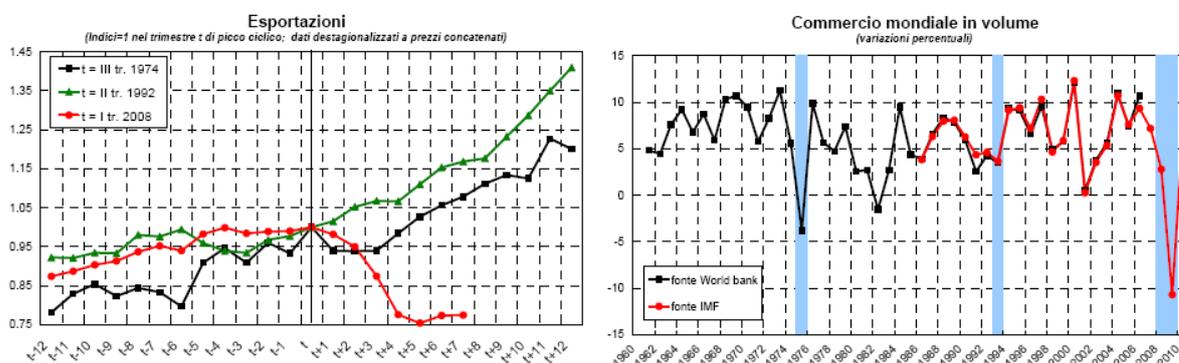


Sul calo ha inciso la pronunciata flessione dell'attività e il pessimismo nelle attese di domanda: il grado di utilizzo della capacità produttiva è sceso a livelli che non hanno riscontro nella serie storica che ha inizio nel 1981 (fig. 11); il fatturato e gli ordinativi hanno segnato, nei primi mesi del 2009, volumi inferiori del 24 e 31 per cento, rispettivamente, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

2.4 Le esportazioni

Il carattere globale della crisi finanziaria e la conseguente brusca diminuzione delle esportazioni sono, nel confronto storico, la più evidente peculiarità della fase ciclica presa in esame (fig. 12). Negli altri principali episodi di recessione del dopoguerra le vendite all'estero si erano infatti mosse in controtendenza, espandendosi decisamente e contribuendo alla ripresa dell'economia: nel 1974-75, dopo una contrazione solo temporanea, erano state favorite dalla veloce e robusta accelerazione del commercio mondiale; nel 1992-93 avevano beneficiato della svalutazione del cambio. Nel 2008-09 si sono invece decisamente ridotte, con un marcato inasprimento soprattutto dall'ultimo trimestre del 2008, segnando un profilo simile a quello rilevato negli anni trenta e sottraendo all'economia italiana uno dei più importanti sostegni alla crescita (si veda il paragrafo 2.6). In termini cumulati, la flessione delle esportazioni è ammontata, fra il primo trimestre del 2008 e il secondo del 2009, a 24,6 punti percentuali.

Fig. 12 Esportazioni e commercio mondiale



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale.

Note: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate; la variazione del commercio mondiale per il 2010 è tratta da Fondo Monetario Internazionale (2010).

La contrazione del 10,7 per cento subita dal commercio mondiale nel complesso del 2009 si confronta con la dinamica relativamente sostenuta (prossima al 4 per cento) rilevata nel periodo immediatamente successivo alla crisi dei primi anni novanta. E' invece simile alla riduzione registrata nel 1975, alla quale tuttavia era seguito nel 1976 un pronto recupero, prossimo al 10 per cento e fra i più sostenuti in storia (fig. 12).¹⁷

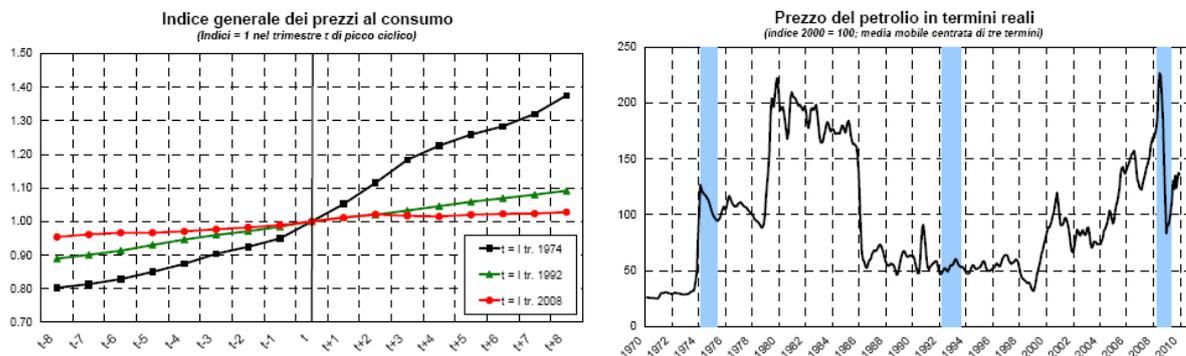
2.5 L'inflazione

La recessione del 2008-09 è stata caratterizzata da una pronunciata attenuazione dell'inflazione, che ha contribuito a contenere la flessione, comunque significativa, del potere d'acquisto delle famiglie (fig. 13). Misurata dall'indice per l'intera collettività nazionale, la dinamica sui dodici mesi dei prezzi al consumo è scesa dal 4,2 per cento nell'agosto del 2008 al -0,1 per cento nel luglio del 2009, per poi risalire all'1,1 nel dicembre dello stesso anno. La decelerazione si confronta con l'inflazione più sostenuta registrata in occasione delle altre recessioni prese in considerazione, in particolare in quella del 1974, quando la crescita dei prezzi era salita da circa il 13 al 25 per cento fra l'inizio e la fine dell'anno.¹⁸ Vi aveva fortemente influito il marcato incremento dei corsi del petrolio (fig. 13), la cui netta diminuzione è invece alla base del rapido rientro delle recenti tensioni inflative, favorito anche dal rallentamento delle quotazioni dei beni alimentari.

¹⁷ Per il 2010 il Fondo Monetario Internazionale (2010) stima una crescita del commercio mondiale del 7 per cento.

¹⁸ Nel 1992-93 l'inflazione aveva segnato un lieve decremento, dal 5,3 al 4,6 per cento in media d'anno.

Fig. 13 Inflazione e prezzo del petrolio



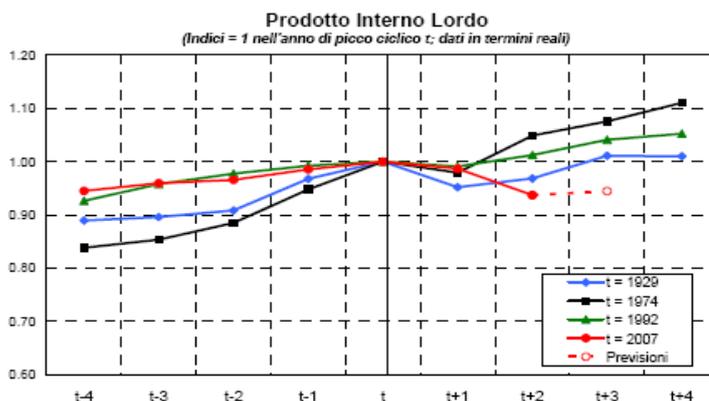
Fonte: elaborazioni su dati Datastream e Istat.

Note: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate; il prezzo del petrolio è stato deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo in Italia.

2.6 Un cenno agli anni trenta

Sulla base delle serie storiche della contabilità nazionale annuale, che per il periodo antecedente il 1970 devono essere considerate con particolare prudenza a causa del carattere di ricostruzione storica non ufficiale dei dati disponibili, la flessione del PIL nel biennio 2008-09 risulta, escludendo i cali rilevati nel corso o nell'immediata prossimità delle guerre mondiali, fra le più durature e profonde attraversate dall'economia italiana. La contrazione ha indotto infatti una perdita cumulata simile a quella stimata per la crisi successiva al 1929 (fig. 14).¹⁹

Fig. 14 PIL



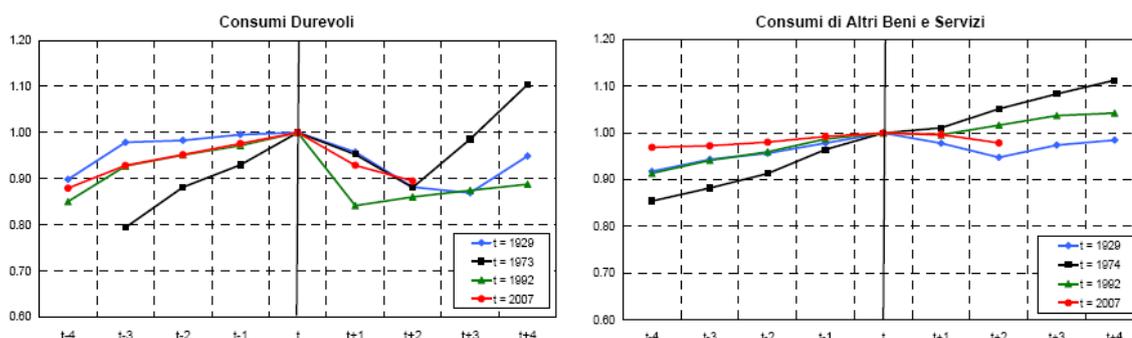
Fonte: elaborazioni su dati Istat e Rossi *et al.* (1993); le previsioni per il 2010 sono tratte da Fondo Monetario Internazionale (2010).

¹⁹ La fonte di riferimento dei dati impiegati per l'analisi della recessione successiva al 1929 è Rossi *et al.* (1993), le cui serie storiche iniziano nel 1890. La misura della flessione produttiva dei primi anni trenta è sostanzialmente confermata anche da altre ricostruzioni storiche, come Istat (1957), Rey (1991), Maddison (1991), Fuà e Gallegati (1993). Tuttavia, mentre Rossi *et al.* segnalano una contrazione limitata al 1930, le altre fonti la estendono al 1931.

Alcuni dei tratti distintivi delle recessioni del dopoguerra riportati nei paragrafi del testo trovano riscontro anche in quella successiva al 1929. Fra le componenti di spesa delle famiglie, pure allora i consumi di beni durevoli subirono la riduzione più netta, protratta però su un arco temporale maggiore rispetto agli episodi recessivi recenti (fig. 15). Diversamente da questi ultimi, inoltre, gli effetti della crisi si estesero ai consumi di altri beni e servizi, segnando una diminuzione significativa che si confronta con la breve decelerazione del 1974-75 e con il calo appena accennato del 1992-93 e del 2008-09 (fig. 15). Depurando tale aggregato dalla componente di servizi, dunque limitando l'analisi ai soli consumi di beni non durevoli, la contrazione del 1930-31 trova un'analogia nella flessione cumulata nel periodo 2007-09 (-4,7 per cento).²⁰

Fig. 15 Consumi delle famiglie

(Indici=1 nell'anno di picco ciclico t ; dati in termini reali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Rossi *et al.* (1993).

Nota: i consumi di altri beni e servizi includono la spesa per beni non durevoli, semidurevoli e per servizi.

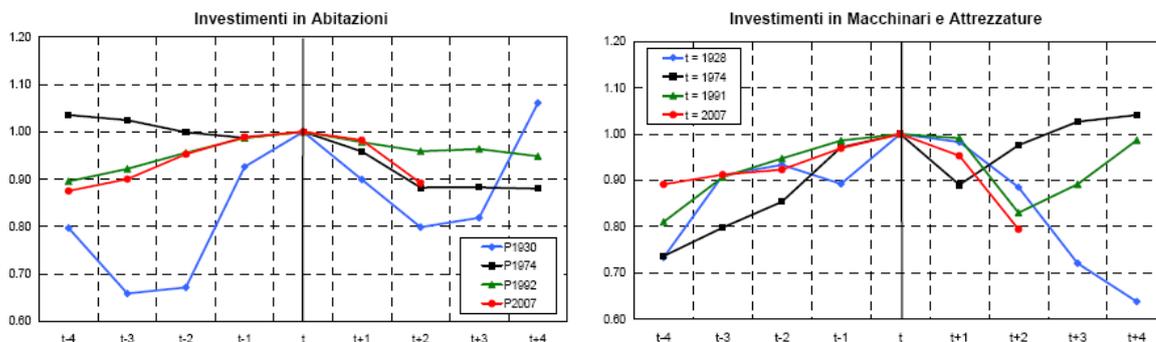
Anche per gli investimenti fissi lordi il calo più profondo fu registrato durante la recessione dei primi anni trenta, con alcune peculiarità nei tempi di recupero dei livelli antecedenti la crisi.²¹ La netta contrazione della componente residenziale nel 1931-32, relativamente breve rispetto a quanto rilevato negli episodi più recenti, venne rapidamente annullata, nell'arco di soli 4 anni, un lasso temporale largamente inferiore ai 18 e ai 12 anni necessari per compensare le flessioni, pur di misura dimezzata, del 1975 e del 1993 (fig. 16).

²⁰ Rossi *et al.* (1993) non forniscono, diversamente dalla contabilità nazionale attualmente pubblicata dall'Istat, la voce dei 'consumi di beni non durevoli'. Per approssimarla utilizzando i dati disponibili, si sono sottratte dall'aggregato dei 'consumi di beni non durevoli e servizi' le Spese sanitarie, quelle in Trasporti e comunicazioni, in Istruzione e spettacoli, in Altri beni e servizi. Le altre fonti storiche considerate (si veda la nota 38) non riportano le disaggregazioni per tipologia di spesa delle famiglie. Da Rey (1991) è desumibile il totale dei consumi, che in occasione della crisi dei primi anni trenta ha un profilo sostanzialmente analogo a quello ricostruito da Rossi *et al.*

²¹ La più marcata flessione degli investimenti nella crisi successiva al 1929 rispetto agli episodi più recenti è confermata anche dai dati di Rey (1991).

Fig. 16 Investimenti

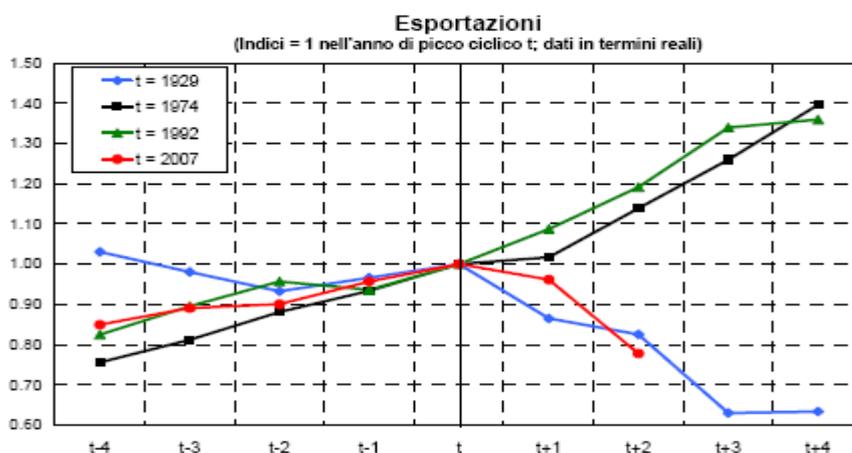
(Indici=1 nell'anno di picco ciclico t ; dati in termini reali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Rossi *et al.* (1993).

Nel caso degli investimenti in macchinari e attrezzature, che al contrario delle recessioni del dopoguerra si ridussero per lungo tempo, il recupero dei livelli richiese invece quasi un decennio, contro i 4 anni necessari nella media delle crisi degli anni settanta e novanta (fig. 16). Per entrambe le componenti il peggioramento registrato nel 2008-09 è, nel confronto storico, ancora contenuto. La dimensione globale della Grande Depressione si è riflessa in misura marcata sulle esportazioni che, a partire dal 1930 e, successivamente, sulla scorta delle politiche di autarchia e degli effetti della guerra, hanno segnato una tendenza negativa protrattasi fino al 1945, recuperando solo nel 1949 i livelli raggiunti vent'anni prima. La forte contrazione delle vendite all'estero nel 2008 e nel 2009 (-3,9 e -19,1 per cento, rispettivamente) ha dimensioni inferiori, ma costituisce nondimeno uno degli elementi di maggiore gravità della recessione più recente (fig. 17).

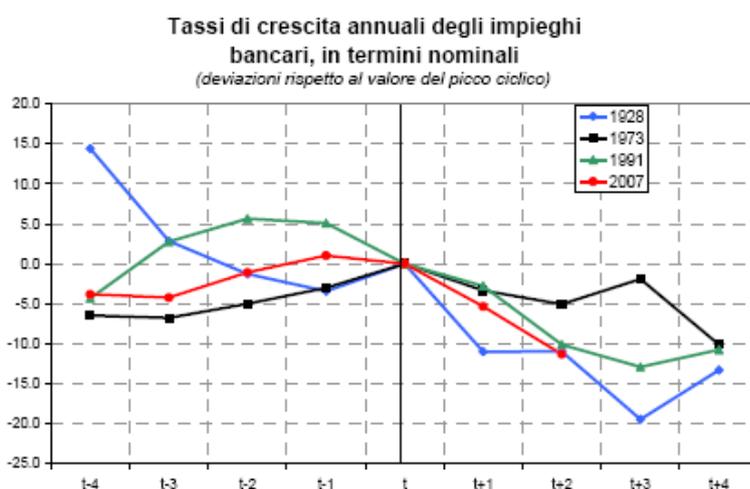
Fig. 17 Esportazioni



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Rossi *et al.* (1993).

Infine, estendendo il confronto storico al credito bancario, la crisi iniziata alla fine degli anni venti è stata caratterizzata da una contrazione di entità molto superiore a quella osservata in tutte le recessioni del dopoguerra, compresa quella più recente (fig. 18). Sulla base di dati annuali, la crescita degli impieghi diminuì di 20 punti percentuali in tre anni, portandosi su valori fortemente negativi. Tale indebolimento della dinamica risulta pari al doppio rispetto a quello registrato nel 2008-09, anche se misurato in termini reali.²²

Fig. 18 Impieghi al settore privato



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Rossi *et al.* (1993).

3 IL CREDITO E I TASSI D'INTERESSE

In questa sezione si confronta l'evoluzione del credito bancario e dei tassi d'interesse osservata nella recessione del 2008-09 con quelle che hanno caratterizzato i due episodi del 1974-75 e del 1992-93.²³

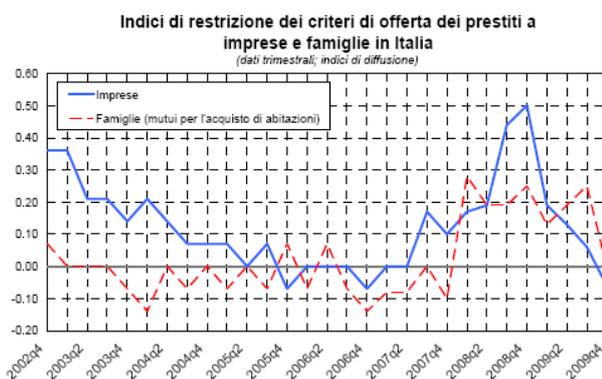
Nell'analizzare l'andamento del credito si mira, in particolare, a valutare la rilevanza dei fattori di restrizione dal lato dell'offerta. Ciò è particolarmente importante in quanto vari studi empirici segnalano che situazioni di crisi finanziaria e restrizione dei criteri di offerta dei prestiti determinano, storicamente, recessioni più profonde e più protratte. In particolare Reinhart e Rogoff, in una serie di influenti studi, mostrano che le contrazioni economiche associate alle crisi finanziarie condividono forti e prolungati cali del valore dei cespiti di capitale, gravi flessioni

²² Il confronto storico su dati annuali fornisce indicazioni leggermente diverse da quelle desunte sulla base dei dati trimestrali nella misura in cui i picchi e i minimi ciclici non coincidono con la fine dell'anno.

²³ Dovendo raffrontare il comportamento delle principali variabili monetarie e creditizie nel corso delle più gravi fasi recessive dell'economia italiana nel suo complesso, in questa sezione si fa riferimento al loro andamento intorno ai punti di svolta del ciclo economico aggregato anziché, come fatto nella sezione precedente, al punto di svolta di ciascuna variabile esaminata. Le rispettive datazioni sono riportate nelle legende dei grafici.

del prodotto interno e dell'occupazione e netti incrementi del debito pubblico (Reinhart e Rogoff, 2009a e 2009b; si vedano anche Claessens et al., 2008; Fondo Monetario Internazionale, 2008; Reinhart e Reinhart, 2010). Per il periodo recente, indicazioni di una significativa restrizione dell'offerta di credito in Italia sono desumibili dalle risposte fornite dalle banche italiane che partecipano alla Bank Lending Survey, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.²⁴ I criteri adottati per l'erogazione dei finanziamenti ai diversi settori di attività economica hanno registrato un progressivo irrigidimento dalla seconda metà del 2007 raggiungendo un picco nel trimestre successivo al collasso di Lehman Brothers (terzo trimestre del 2008; fig. 19). L'inasprimento delle condizioni di concessione dei prestiti alle imprese ha riguardato inizialmente soprattutto i margini, in concomitanza con un forte deterioramento del rischio percepito dalle banche, e successivamente anche le quantità erogate; è cresciuta, tra le determinanti dei comportamenti degli intermediari, la rilevanza dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio connessi con la posizione patrimoniale della banca e la sua capacità di finanziarsi sul mercato.

Fig. 19 Risultati della Bank Lending Survey



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Note: Uno spostamento verso l'alto degli indici segnala un irrigidimento dei criteri di offerta di credito. Gli indici di diffusione sono costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi partecipanti all'indagine sulla base del seguente schema di ponderazione: 1 = notevole irrigidimento, 0,5 = moderato irrigidimento, 0 = sostanziale stabilità, -0,5 = moderato allentamento, -1 = notevole allentamento.

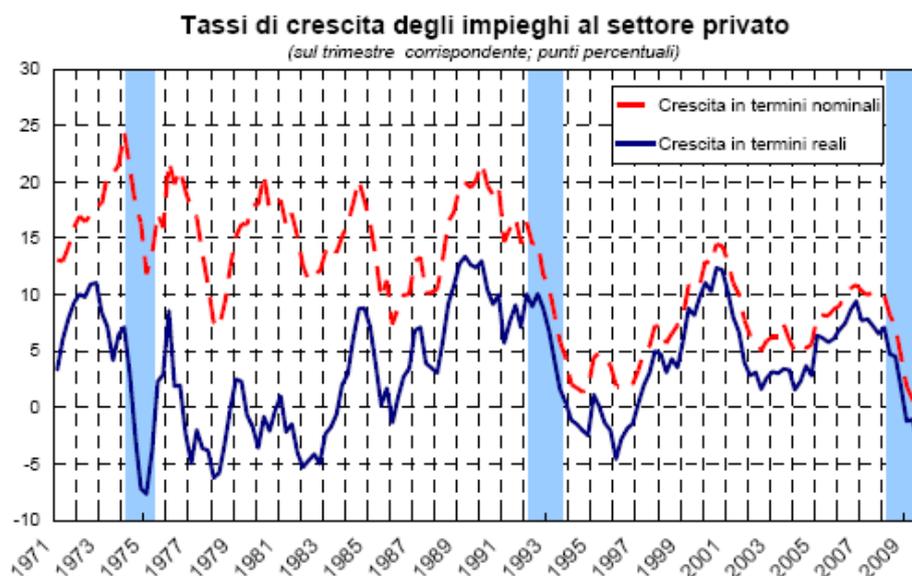
L'indagine è tuttavia disponibile solo dal 2002 e non è possibile effettuare un confronto con le recessioni passate. Nei paragrafi seguenti si esaminano pertanto gli indicatori quantitativi del mercato creditizio.

²⁴ Del Giovane et al. (2010) trovano che gli indicatori di offerta e domanda desumibili dalla Bank Lending Survey (BLS) hanno un rilevante contenuto informativo riguardo alla dinamica del credito, soprattutto per i prestiti alle imprese.

3.1 Gli impieghi bancari

In tutte e tre le recessioni del dopoguerra indagate in questo lavoro si è osservato un marcato rallentamento degli impieghi bancari, in termini nominali e reali (fig. 20).

Fig. 20 Evoluzione degli impieghi al settore privato



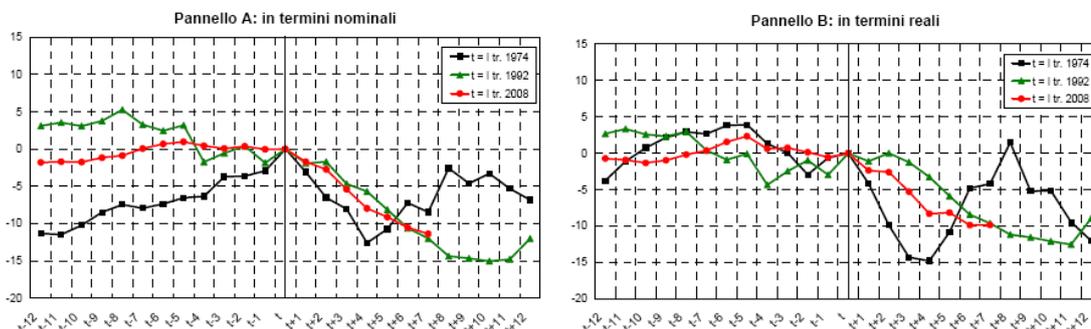
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Note: Gli impieghi al settore privato non includono le sofferenze, i prestiti della Cassa depositi e prestiti e i pronti contro termine attivi. La crescita degli impieghi in termini reali è ottenuta deflazionando lo stock degli impieghi in termini nominali con il deflatore del PIL. Le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate.

Se misurato in termini nominali, il profilo registrato nel biennio 2008-09 appare in linea con i precedenti episodi, sia per la protratta e pronunciata espansione segnata nel periodo antecedente al picco ciclico dell'attività economica sia per il successivo forte rallentamento (fig. 21, pannello A). Se valutata in termini reali, la decelerazione degli impieghi è stata più accentuata che nel 1992-93 (quando si era però estesa per una decina di trimestri), benché meno brusca, di circa un terzo, rispetto a quella del 1974 (fig. 21, pannello B). Secondo le banche intervistate la restrizione creditizia avrebbe iniziato ad attenuarsi in misura significativa a partire dalla seconda metà del 2009.

Fig. 21 Impieghi al settore privato

(tassi di crescita sul trimestre corrispondente; deviazioni rispetto al valore del picco ciclico)

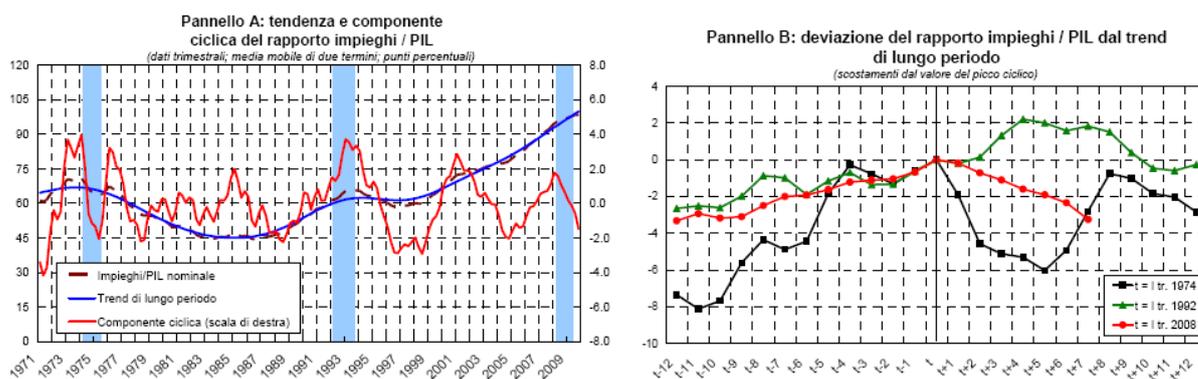


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Note: gli impieghi al settore privato non includono le sofferenze, i prestiti della Cassa depositi e prestiti e i pronti contro termine attivi. La crescita degli impieghi in termini reali è ottenuta deflazionando lo stock degli impieghi in termini nominali con il deflatore del PIL.

Il rapporto tra le consistenze degli impieghi e il PIL nominale, depurato dal suo trend di lungo periodo,²⁵ dopo aver raggiunto un picco agli inizi del 2008, ha registrato una netta diminuzione (fig. 22, pannello A). Nel periodo antecedente l'inizio della recessione esso ha mostrato una crescita sostenuta e prolungata analogamente a quanto accaduto negli altri episodi presi in considerazione. L'inizio della flessione dell'indicatore ha coinciso con l'avvio della crisi, come nel 1974 e diversamente da quanto osservato nel 1992-93, quando essa è iniziata più tardi, ma si è protratta per quattro anni. Rispetto all'episodio degli anni settanta, il calo del periodo recente è stato meno accentuato (pari a circa la metà; fig. 22, pannello B).²⁶

Fig. 22 Rapporto impieghi/PIL nominale



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia.

Note: gli impieghi al settore privato non includono le sofferenze, i prestiti della Cassa depositi e prestiti e i pronti contro termine attivi. Il PIL nominale trimestrale è espresso in ragione d'anno utilizzando la somma mobile di quattro trimestri. Il trend di lungo periodo e la componente ciclica del rapporto impieghi/PIL nominale sono stimati attraverso un filtro Hodrick-Prescott con parametro di troncamento pari a 1600. Le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate.

²⁵ Il trend di lungo periodo è stato stimato per mezzo di un filtro Hodrick-Prescott. Tale procedura è utilizzata anche in alcuni lavori recenti sulle crisi finanziarie. Si vedano ad esempio Borio e Drehman (2009) e Mendoza e Terrones (2008).

²⁶ In quegli anni la fortissima oscillazione del rapporto impieghi/PIL riflette l'inasprimento (aprile 1974) e la successiva eliminazione (novembre dello stesso anno) del massimale sugli impieghi.

L'andamento del rapporto tra credito effettivamente utilizzato in conto corrente e quello accordato può fornire indicazioni per l'individuazione di una restrizione nell'offerta di prestiti. Un aumento del rapporto potrebbe segnalare la tendenza degli intermediari a contenere il credito accordato alla clientela, costringendo quest'ultima a un maggiore ricorso ai finanziamenti già disponibili. In tali frangenti si dovrebbe osservare una contrazione degli importi accordati o una loro crescita inferiore a quella dell'utilizzato. Nella fase ciclica in analisi, il credito utilizzato ha continuato a crescere nel 2008 per poi contrarsi bruscamente nell'anno successivo, mentre quello accordato ha rallentato repentinamente sino a flettere in misura significativa dalla fine del 2008; il rapporto di utilizzo è di conseguenza aumentato come in occasione della recessione del 1992, sebbene su livelli inferiori (fig. 23; i dati non sono disponibili per le crisi precedenti).

Fig. 23 Accordato e utilizzato sulle linee di credito



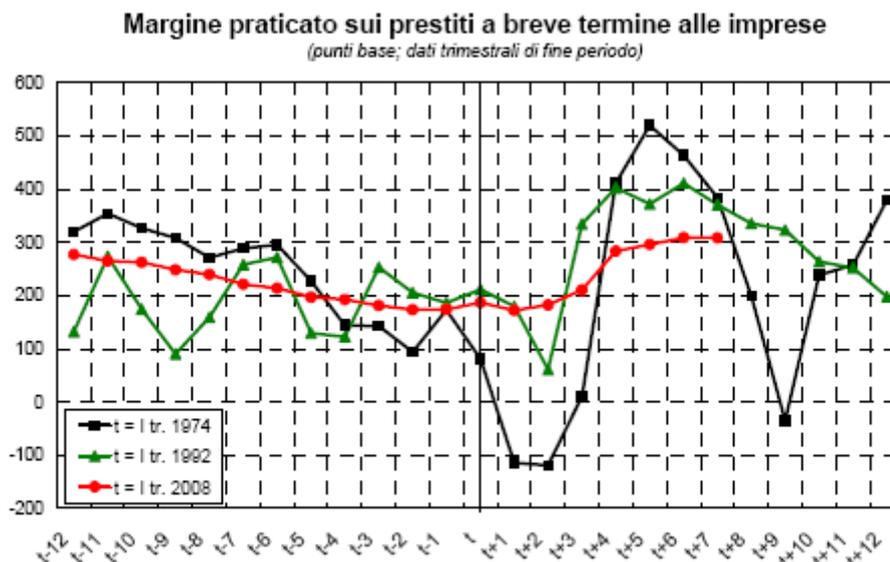
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

Nota: fino a dicembre 2000 i dati escludono l'utilizzato e i margini relativi alle linee di credito salvo buon fine. Le aree ombreggiate segnalano le fasi recessive esaminate.

Segnali rilevanti possono giungere dai differenziali tra i tassi sui prestiti bancari a breve termine alle imprese e quelli del mercato monetario a tre mesi. Nel periodo recente tale spread ha segnato un incremento del tutto in linea con i consueti ritardi di aggiustamento dinamico alle variazioni dei tassi ufficiali (fig. 24). Il confronto con le altre recessioni prese in considerazione è reso difficile dalla elevata volatilità dei dati per gli episodi passati. Va tuttavia evidenziato che, sia nel 1974-75 sia nel 1992-93, si è registrato, pur con un ritardo di alcuni trimestri, un più rapido aumento del margine.²⁷

²⁷ La dinamica dello spread, una misura del premio per il rischio di insolvenza, è coerente con quella del tasso di ingresso in sofferenza (rapporto tra il flusso di nuove sofferenze e lo stock di prestiti vivi all'inizio del periodo considerato, disponibile solo a partire dai primi anni novanta), cresciuto al 4,4 per cento durante il periodo 1992-93 e al 2,2 per cento nella fase recessiva recente

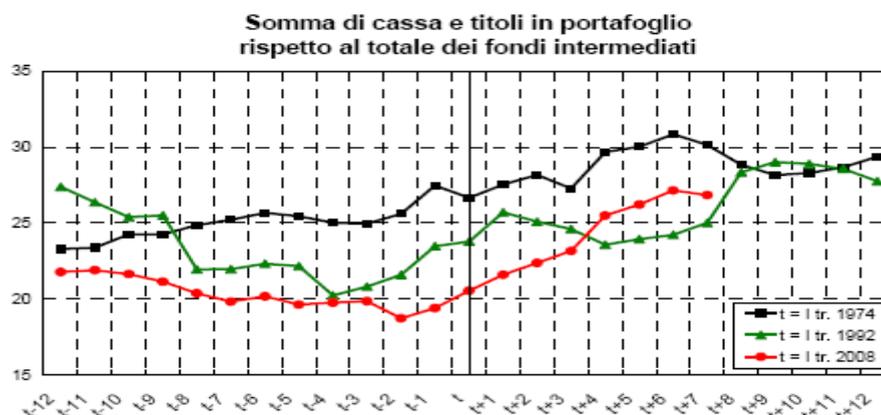
Fig. 24 Margine sui prestiti alle imprese



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Un'indicazione di restrizione dell'offerta di credito può provenire da una ricomposizione dell'attivo bancario a favore di attività più liquide, meno rischiose. L'indice di liquidità - misurato dal rapporto tra la somma della cassa e dei titoli negoziabili in portafoglio e il valore complessivo dei fondi intermediati - è aumentato complessivamente di circa 9 punti percentuali fra l'inizio delle tensioni sui mercati finanziari nell'estate del 2007 e la fine del 2009 (fig. 25). Tale andamento non sembra differire in modo sostanziale da quanto osservato durante le altre principali fasi recessive: negli anni settanta il grado di liquidità è cresciuto progressivamente per oltre quattro anni, di circa 6 punti percentuali, mentre nella crisi avviata nel 1992 l'incremento si è protratto per circa tre anni ed è stato pari a 9 punti percentuali.²⁸

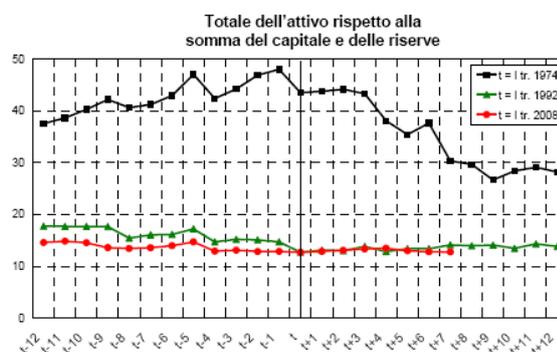
Fig. 25 Indice di liquidità degli attivi bancari



²⁸ Il diverso livello dell'indicatore osservato nel 2008 è frutto di una tendenza di lungo periodo connessa al processo di consolidamento del sistema bancario, che ha consentito un miglioramento dell'efficienza della gestione della liquidità.

Vincoli all'espansione degli impieghi possono provenire dall'indebolimento patrimoniale delle banche. Per dato rapporto "desiderato" tra il totale dell'attivo e la somma del capitale e delle riserve (leverage), un deterioramento del capitale, nella misura in cui risulta difficile riportarlo al livello preesistente, come avviene tipicamente in fasi di crisi, obbliga le banche a diminuire le attività iscritte in bilancio. Ciò può dare origine a un circolo vizioso tra l'andamento dei mercati finanziari, il credito e l'attività economica (meccanismo dell'acceleratore finanziario). Il fenomeno è tanto più rilevante quanto maggiore è il leverage iniziale ed è esacerbato nel caso in cui il suo livello desiderato vari in maniera prociclica.²⁹ Il leverage delle banche nell'episodio più recente risulta molto simile a quello osservato nella recessione del 1992-93, ma assai inferiore a quello registrato nel 1974-75, per effetto anche dell'introduzione nei primi anni novanta dei requisiti patrimoniali per gli intermediari creditizi (fig. 26).³⁰

Fig. 26 Leverage delle banche



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Note: il leverage è calcolato come rapporto tra totale dell'attivo e somma del capitale e delle riserve. Per il 1974 tale indicatore è ottenuto dall'aggregazione dei bilanci delle aziende di credito e degli istituti di credito speciale.

Nel complesso, l'intensità della restrizione relativa al biennio 2008-09 appare elevata, ma inferiore a quella degli anni settanta e più simile a quanto osservato nel 1992, seppure in presenza delle differenze già evidenziate. Una valutazione più ampia si può evincere dall'estensione del confronto a tutte le fasi di forte rallentamento degli impieghi rilevate dagli anni settanta in poi distinguendo tra quelle caratterizzate, come l'attuale, da una contrazione dell'offerta di credito e quelle per le quali tali fattori non sembrano aver giocato un ruolo preminente.³¹

²⁹ L'importanza di questi meccanismi con riferimento alla crisi più recente è stata analizzata da Adrian e Shin (2008). Per una più ampia rassegna su queste tematiche si veda Panetta, Angelini et al. (2009).

³⁰ L'indicatore è basato su dati di bilancio non consolidati a livello di gruppo bancario (non riflette pertanto le attività delle controllate all'estero); considerando i dati consolidati, il leverage del sistema bancario italiano sarebbe pari a poco meno del doppio.

³¹ L'individuazione dei periodi da esaminare, limitatamente agli episodi non già considerati in precedenza, si basa sulle indicazioni ricavabili da Bonaccorsi, Gaiotti e Lotti (2003).

Fig. 27 TAVOLA 1 - Durata e intensità degli episodi di rallentamento degli impieghi bancari

Tav. 1 - Durata e intensità degli episodi di rallentamento degli impieghi bancari

Fasi di forte rallentamento degli impieghi bancari	<i>Variaz. della crescita degli impieghi in termini nominali</i>	<i>Variaz. della crescita degli impieghi in termini reali</i>	<i>Variaz. del rapporto impieghi/PIL dal trend</i>	<i>Durata del rallentamento degli impieghi in termini nominali</i>	<i>Durata del rallentamento degli impieghi in termini reali</i>	<i>Durata del calo del rapporto impieghi/PIL dal trend</i>	Restrizioni dal lato dell'offerta (1)
	<i>(punti percentuali)</i>			<i>(trimestri)</i>			
1974-75	-13	-15	-6	4	4	5	Si
1976-78	-14	-15	-4	7	8	7	Si
1981-82	-5	-6	-1	5	4	4	Si
1984-86	-13	-10	-3	6	5	6	No
1989-91	-7	-8	0	4	7	1	No
1992-94	-15	-13	-7	10	11	15	Si
2001-02	-9	-11	-2	7	8	7	No
2007-09	-12	-10	-3	9	10	7	Si?
	Valori medi						
Con restrizioni dell'offerta	-12	-12	-5	7	7	8	Si
Senza restrizioni dell'offerta	-10	-9	-2	6	7	5	No

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia.

Note: (1) La metodologia utilizzata per l'individuazione delle restrizioni di offerta è basata sul lavoro di Bonaccorsi, Gaiotti e Lotti (2003) e su analisi degli autori su dati Banca d'Italia. In grigio sono evidenziate le tre recessioni considerate nel resto dell'analisi presentata in questo studio. La durata e l'intensità del rallentamento sono calcolati rispetto al picco e al minimo ciclico di ciascuna delle variabili in esame.

I risultati sono presentati nella tavola 1. Escludendo l'ultimo, è possibile identificare sette episodi di marcata decelerazione degli impieghi bancari, di cui quattro (compresi quelli del 1974 e del 1992) caratterizzati da restrizioni dal lato dell'offerta. Nella fase più recente il rallentamento del credito, pari a 12 punti percentuali cumulati nell'arco di 9 trimestri, è esattamente in linea con quello medio degli episodi connotati da restrizioni dell'offerta, ma inferiore di un quinto se valutato in termini reali. Il calo della componente ciclica del rapporto impieghi/PIL risulta inferiore a quello registrato in media, sia per misura (di circa un terzo) sia per durata (di un trimestre).

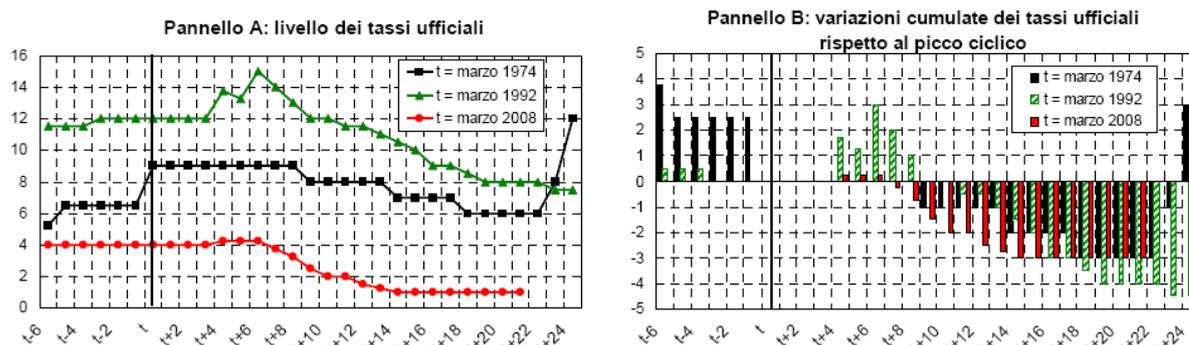
3.2 I tassi di interesse

In questo paragrafo si analizza il comportamento dei tassi ufficiali e di quelli reali a breve termine in corrispondenza delle fasi recessive prese in considerazione. Nel confronto con gli episodi degli anni settanta e novanta è necessario tenere conto del fatto che in passato la politica monetaria è stata condotta anche attraverso strumenti di controllo diretto degli aggregati monetari e creditizi; nella recessione in esame sono state adottate misure non convenzionali di espansione della liquidità che incidono sulla struttura e sulla dimensione del bilancio delle autorità monetarie.

Sia nel 1974 sia nell'episodio più recente le autorità monetarie hanno reagito alla contrazione dell'attività economica con forti riduzioni dei tassi ufficiali. Al contrario, all'avvio della recessione del 1992-93 ha corrisposto una restrizione di marcata entità in risposta alla crisi valutaria; solo successivamente all'uscita della lira dal meccanismo di cambio del Sistema Monetario Europeo (SME) le condizioni monetarie sono state allentate (fig. 27).³²

Fig. 28 Tassi ufficiali

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE; mesi a partire dal picco ciclico (t).

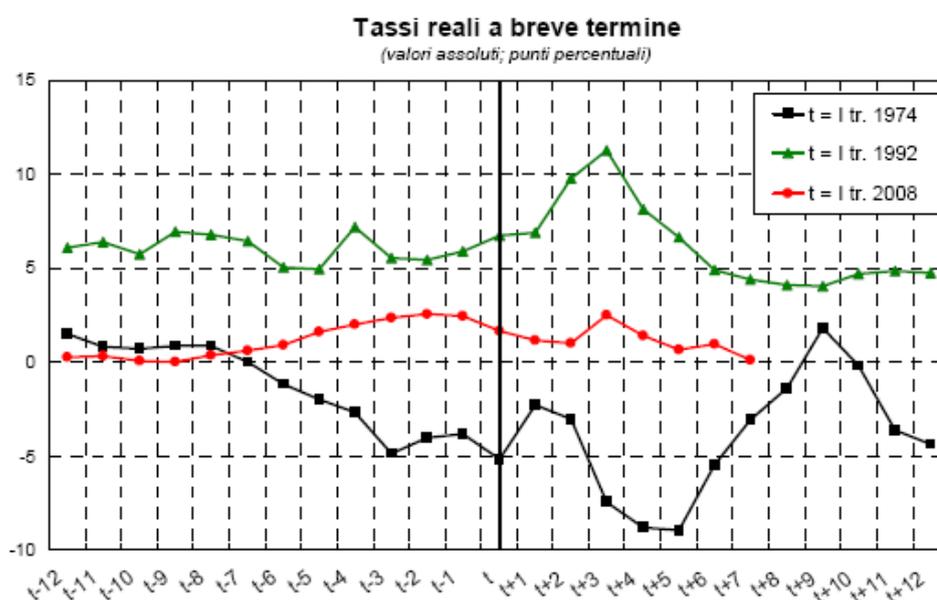
Nell'insieme dei venti mesi successivi all'inversione del ciclo, nell'episodio del 1974 le autorità monetarie diminuirono il tasso ufficiale di sconto di 300 punti base, dal 9 al 6 per cento. Durante la recessione del 1992-93 il calo complessivo nello stesso orizzonte di tempo fu di 400 punti base, dal 12 all'8 per cento (dopo il temporaneo rialzo al 15 per cento all'apice della crisi valutaria). Da marzo 2008 a maggio 2009 il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha ridotto il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) di 300 punti base, dal 4 all'1 per cento (l'allentamento ha preso avvio nell'ottobre 2008, dopo un incremento di 25 punti base deciso in luglio, in un contesto di brusco e marcato aumento dell'inflazione). I tassi ufficiali, raggiunto il livello più basso osservato dalla costituzione dell'area dell'euro, sono stati successivamente mantenuti invariati; per quanto rilevato finora, pertanto, la diminuzione nella recessione più recente è stata equivalente a quella registrata cumulativamente nel 1974-75, ma assai più tempestiva e rapida.

Nel confronto tra gli episodi in esame, importanti differenze si evidenziano nell'andamento dei tassi reali. Da un lato, nel 1992-93 essi si sono sistematicamente collocati su valori assai superiori a quelli più recenti, a loro volta molto contenuti già prima dell'inizio della recessione (fig. 28). Dall'altro, il basso livello dell'inflazione durante la recessione del 2008-09 e la vicinanza dei tassi allo zero hanno posto un limite alla manovra monetaria. Lo stesso basso livello dell'inflazione ha impedito alla politica monetaria di assumere immediatamente una connotazione così espansiva come accadde negli anni settanta, quando la sostenuta crescita

³² L'allentamento delle condizioni monetarie fu attuato in ritardo rispetto all'inversione del ciclo economico a causa delle necessità di contrastare gli attacchi speculativi alla lira e mantenere la parità con il marco tedesco prevista dal regime di cambi dello SME; tra giugno e settembre del 1992 la Banca d'Italia aumentò i tassi ufficiali di 300 punti base, al 15 per cento.

dei prezzi seguita allo shock petrolifero del 1973 determinò valori fortemente negativi del tasso reale ben prima dell'inversione del ciclo economico. Nell'episodio più recente, la rapida riduzione del tasso minimo sulle ORP da parte della BCE ha impedito che il brusco rientro delle tensioni inflative nella seconda parte del 2008 si riflettesse sul tasso di interesse reale che, nonostante il lieve rialzo alla fine dello stesso anno, si è mantenuto su livelli contenuti, collocandosi poi su livelli appena positivi alla fine del 2009.

Fig. 29 Tassi reali



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e Fondo Monetario Internazionale

Nella valutazione della risposta della politica monetaria è peraltro importante tenere presenti gli interventi di tipo quantitativo. Nella prima parte del 1974, a causa dei forti aumenti dei corsi petroliferi dell'anno precedente, la Banca d'Italia, al fine di contrastare le pressioni inflazionistiche e riequilibrare il disavanzo della bilancia dei pagamenti, pose in essere l'inasprimento di vincoli amministrativi sugli impieghi,³³ dettato dalla necessità di frenare l'espansione degli aggregati monetari; l'Istituto modificò il proprio orientamento soltanto alla fine del 1974 quando, in presenza di un rientro delle tensioni inflative per effetto della contrazione della domanda interna ed estera, rimosse i vincoli all'espansione del credito e diminuì i tassi ufficiali. Nella crisi dell'ultimo biennio, oltre a ridurre rapidamente i tassi ufficiali, l'Eurosistema ha messo in atto misure non convenzionali di politica monetaria miranti ad ovviare ai malfunzionamenti del mercato monetario e a sostenere, principalmente attraverso il sistema

³³ Inoltre, vi era un vincolo di portafoglio nei bilanci delle aziende di credito che implicava un obbligo all'acquisto di obbligazioni e una conseguente diminuzione della quota degli impieghi nei bilanci delle banche. Si veda Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 1973 e sul 1974.

bancario, il credito all'economia. In particolare, sono state adottate procedure di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto; sono state allungate fino a dodici mesi le scadenze delle operazioni di rifinanziamento degli intermediari ed è stato deciso l'acquisto di obbligazioni garantite (covered bonds).³⁴

4 CONCLUSIONI

Sulla base di quanto descritto nel presente lavoro, la recessione che ha colpito l'economia italiana nel 2008-09 condivide con le gravi crisi del passato alcuni tratti essenziali, cui ne affianca di peculiari. Relativamente ai principali aggregati macroeconomici reali, essi si possono sintetizzare nei punti che seguono.

- La contrazione del PIL è risultata, escludendo i periodi bellici e le loro immediate prossimità, fra le più durature e profonde attraversate dall'economia italiana. La perdita cumulata, ben più grave di quelle del 1974-75 e del 1992-93, è stata di entità analoga a quella registrata negli anni trenta. La riduzione del prodotto ha risentito soprattutto del calo eccezionale osservato nel settore industriale, le cui quantità manufatte sono scese, nella primavera del 2009, su livelli prossimi a quelli rilevati più di vent'anni prima.

- Riflettendo la dimensione mondiale della crisi, è soprattutto venuto a mancare lo stimolo proveniente dalle esportazioni che, in presenza della persistente debolezza della domanda interna, avevano fornito un importante sostegno alla ripresa economica del 2005-07. La flessione che le vendite all'estero hanno subito nel 2008-09 non ha precedenti nelle crisi del 1974-75 e del 1992-93 quando, favorite rispettivamente dalla pronta ripresa del commercio internazionale e da una forte svalutazione del cambio, avevano rapidamente intrapreso un sentiero di crescita robusta. Durante la caduta, il profilo delle esportazioni è risultato simile a quello rilevato negli anni trenta.

- Fra le componenti interne di domanda, alla marcata contrazione dei consumi di beni durevoli, caratteristica anche di tutte le recessioni passate, si è aggiunta quella degli acquisti di beni non durevoli, che aggrava un indebolimento ormai quinquennale. Sul dato negativo, la cui misura pur relativamente contenuta non ha pari nel dopoguerra, ha inciso soprattutto il prolungato ristagno del reddito disponibile reale delle famiglie, in atto dai primi anni novanta e non riscontrabile nei decenni precedenti; si sono aggiunte le diffuse preoccupazioni sulle prospettive del mercato del lavoro, fortemente accresciutesi nel corso della recessione.

- Il forte calo degli investimenti registrato ripercorre il profilo flettente osservato nelle precedenti contrazioni: relativamente lento e prolungato nelle costruzioni, più rapido nei beni strumentali. La flessione cumulata è di molto superiore a quella segnata nella metà degli anni settanta e dello stesso ordine di quella dei primi anni novanta.

³⁴ Le misure elencate comprendono quelle adottate entro la fine del 2009.

- Infine, il sentiero di sviluppo lungo cui si è giunti alla crisi corrente è stato decisamente meno sostenuto di quello che ha preceduto tutte le altre recessioni prese a confronto: nella media del quinquennio 2003-07 il PIL è cresciuto a un tasso inferiore alla metà di quello degli anni 1988-92 e pari a un quarto rispetto ai periodi 1970-1974 e 1925-29.

Per quanto riguarda le variabili relative al credito e ai tassi di interesse, si possono trarre i seguenti elementi di sintesi.

- Sulla base di un insieme di indicatori di quantità e di prezzo, il profilo di restrizione creditizia rilevato nella recessione più recente appare simile a quello osservato nel 1992-93, ma inferiore a quello degli anni settanta (quando, peraltro, erano in essere anche vincoli quantitativi agli impieghi).

- La riduzione nella crescita degli impieghi in termini reali risulta lievemente inferiore rispetto a quella registrata, in media, nelle altre quattro principali fasi di restrizione dell'offerta individuate dagli anni settanta, ma si è protratta per un numero superiore di trimestri; la flessione della componente ciclica del rapporto impieghi/PIL è stata inferiore di circa un terzo di quella osservata in media in quei periodi.

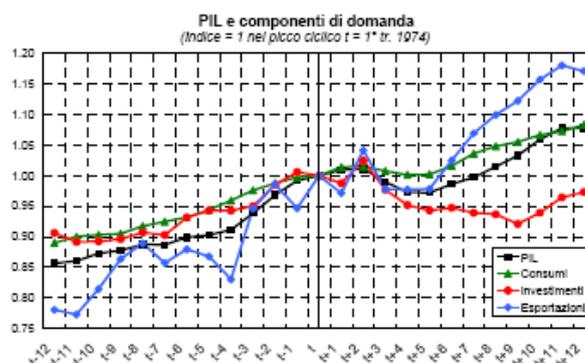
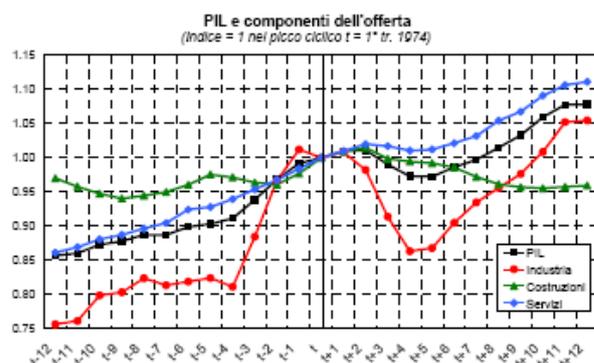
- Nella recessione più recente, la riduzione dei tassi ufficiali è stata più rapida rispetto a quelle del 1974-75 e del 1992-93. Sono state messe in atto, inoltre, misure di concessione della liquidità al sistema bancario di natura del tutto eccezionale.

- Sebbene il basso livello dell'inflazione durante la crisi del 2008-09 abbia posto alla manovra monetaria un limite che non era presente negli altri due episodi presi in considerazione, nel complesso i tassi reali si sono mantenuti su valori molto contenuti, assai inferiori a quelli osservati nella recessione degli anni novanta. La stance monetaria aveva assunto toni molto più espansivi nel 1974-75 quando l'inflazione, in parte riconducibile allo shock petrolifero, aveva determinato una forte diminuzione dei tassi reali, su livelli negativi ancor prima dell'inizio della crisi.

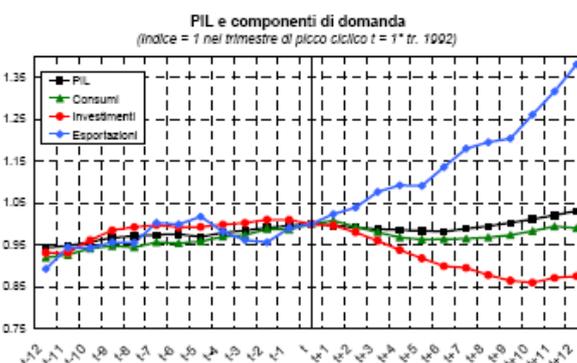
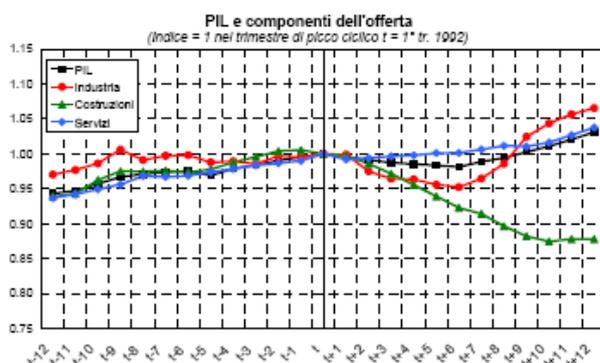
APPENDICE

L'evoluzione del PIL e delle sue componenti in corrispondenza della datazione del ciclo economico italiano elaborata dall'Isae

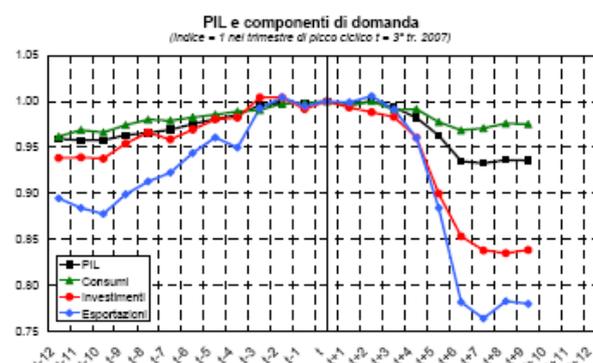
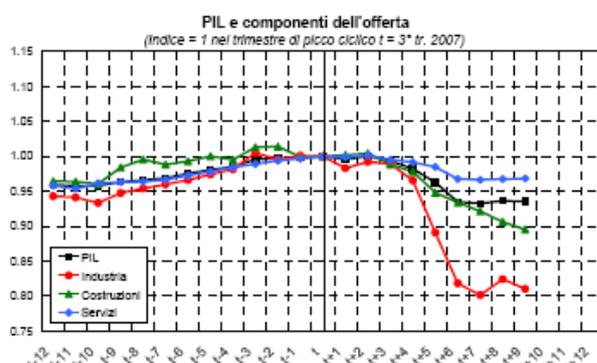
Recessione 1° trimestre 1974 – 2° trimestre 1975



Recessione 1° trimestre 1992 – 3° trimestre 1993



Recessione 3° trimestre 2007 – periodo corrente



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nota: i grafici dal lato dell'offerta presentano la stessa scala, mentre quelli dal lato della domanda hanno scale differenti a causa del peculiare andamento delle esportazioni.

Dal lato dell'offerta (grafici di sinistra), il valore aggiunto generato dai principali settori dell'economia (industria, costruzioni, servizi) tratteggia andamenti sostanzialmente sincroni.

Anche dal lato della domanda (grafici di destra), le principali componenti hanno reagito con tempi pressoché sincroni agli shock negativi all'origine delle tre recessioni prese a confronto. A fronte della spiccata componente ciclica degli investimenti fissi lordi e di quella più contenuta della spesa per consumi, le esportazioni hanno registrato andamenti peculiari connessi a determinanti 'esogene': alla pronta ripresa del 1975, sospinta dal netto irrobustimento del commercio mondiale, e alla decisa accelerazione del 1992, favorita dalla svalutazione del cambio, si affianca la brusca contrazione attualmente in corso.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Adrian T. e H. S. Shin (2008), Liquidity and leverage, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n. 328.

Banca d'Italia, Relazioni annuali sul 1973 e sul 1974, Assemblea ordinaria dei partecipanti, Roma.

Bassanetti A. e F. Zollino (2008), The effects of housing and financial wealth on personal consumption: aggregate evidence for Italian households, in "Households Wealth in Italy", Banca d'Italia. http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/ric_fam_it.

Bonaccorsi di Patti E., Gaiotti E. e F. Lotti (2002), Rallentamento degli impieghi e condizioni del mercato del credito: una rassegna degli indicatori, mimeo, Banca d'Italia.

Borio C. e M. Drehman (2009), Assessing the risk of banking crises-revisited, BIS Quarterly Review, marzo.

Cingano F., R. Torrini e E. Viviano (2010), Il mercato del lavoro italiano durante la crisi, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 68.

Claessens S., M. A. Kose e M. E. Terrones (2008), What Happens During Recessions, Crunches and Busts?, IMF Working Paper No. 274.

Del Giovane P., G. Eramo e A. Nobili (2010), Disentangling demand and supply in credit developments: a survey-based analysis for Italy, Banca d'Italia, Temi di Discussione n. 764

Fondo Monetario Internazionale (2008), Financial Stress and Economic Downturns, in "World Economic Outlook", ottobre.

Fondo Monetario Internazionale (2009), From recession to recovery: how soon and how strong?, in "World Economic Outlook", aprile.

Fondo Monetario Internazionale (2010), World Economic Outlook, aprile.

Fuà G. e M. Gallegati (1993), Un indice a catena del prodotto “reale” dell'Italia, 1861-1989, *Rivista di Storia Economica*, Vol. X, pp. 281-306.

Guiso L., Paiella M. e I. Visco (2006), Do capital gains affect consumption? Estimates of wealth from Italian households behaviour, in “Long Run Growth and Short Run Stabilization: Essays in Memory of Albert Ando (1929-2002)”, a cura di L. Klein, Elgar Publisher.

Istat (1957), Indagine statistica sullo sviluppo del reddito nazionale in Italia dal 1861 al 1956, *Annali di statistica*, serie 8, Vol. 9.

Maddison A. (1991), *Dynamic Forces in Capitalist Development. A long-run comparative review*, Oxford University Press.

Mendoza E. e M. Terrones (2008), An anatomy of credit booms: evidence from macro aggregates and micro data, NBER Working Paper n. 14049.

Miniaci R. e G. Weber (1999), The Italian Recession of 1993: Aggregate Implications of Microeconomic Evidence, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 81(2), pp. 237-249.

Panetta F., P. Angelini et al. (2009), Financial sector pro-cyclicality – lessons from the crisis, *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza* n. 44.

Reinhart C. e K. Rogoff, (2008), Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison, *American Economic Review*, Vol. 98(2), pp 339-44, May.

Reinhart C. e K. Rogoff (2009a), The Aftermath of Financial Crises, *American Economic Review*, Vol. 99(2), pp.466-472.

Reinhart C. e K. Rogoff (2009b) *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Reinhart C. e V. Reinhart (2010), After the Fall, NBER Working Paper n. 16334.

Rey G. (1991), I conti economici dell'Italia, in “I conti economici dell'Italia. I Una sintesi delle fonti ufficiali 1890-1970” a cura di G. Rey, *Collana storica della Banca d'Italia – statistiche*, Laterza, Bari.

Rossi N., A. Sorgato e G. Toniolo (1993), I conti economici italiani: una ricostruzione statistica, 1890-1990, *Rivista di Storia Economica*, Vol. X, pp. 1-47.



Ministero dell'Economia e delle Finanze

Dipartimento del Tesoro

Direzione I: Analisi economico-finanziaria

Indirizzo:
Via XX Settembre, 97
00187 - Roma

Siti Web:
www.mef.gov.it
www.dt.tesoro.it

e-mail:
dt.segreteria.direzione1@tesoro.it

Telefono:
+39 06 47614202
+39 06 47614197

Fax:
+39 06 47821886