



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo

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

Luglio 2009

Numero

46



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo

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

Numero 46 – Luglio 2009

LE PRINCIPALI RECESSIONI ITALIANE: UN CONFRONTO RETROSPETTIVO

di A. Bassanetti*, M. Cecioni*, A. Nobili* e G. Zevi*

Sommario

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 tuttora in atto 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.

Classificazione JEL: E20, E32, E50, N14.

Parole chiave: fluttuazioni cicliche, recessioni, offerta di credito, politica monetaria.

Indice

1. Introduzione e principali conclusioni.....	5
2. L'economia reale.....	7
2.1. Il PIL.....	7
2.2. I consumi.....	10
2.2.1. Il reddito disponibile e la ricchezza	12
2.2.2. Il clima di fiducia delle famiglie, il risparmio e il mercato del lavoro.....	13
2.3. Gli investimenti.....	15
2.3.1. Il clima di fiducia delle imprese.....	17
2.4. Le esportazioni.....	18
2.5. L'inflazione.....	19
2.6. Un cenno agli anni trenta.....	20
3. Il credito e i tassi di interesse.....	22
3.1. Gli impieghi bancari.....	23
3.2. I tassi di interesse.....	29
Appendice.....	32
Riferimenti bibliografici.....	34

* Banca d'Italia, Servizio Studi di Congiuntura e Politica Monetaria.

1. Introduzione e principali conclusioni ¹

La gravità eccezionale della recessione che l'economia mondiale sta attraversando ha stimolato l'interesse per le analogie e le specificità dell'episodio in atto rispetto alle più profonde contrazioni produttive del passato.²

Questo lavoro propone per l'Italia un'analisi descrittiva comparata dell'andamento dei principali aggregati macroeconomici, reali e creditizi, nonché dei tassi di interesse. 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 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, tuttora limitata, relativa alla profonda recessione attualmente in corso con quelle registrate nel 1974-75 e nel 1992-93, in corrispondenza delle crisi petrolifera e valutaria.³ Per un numero ridotto di variabili si propone, inoltre, un raffronto con gli anni venti e trenta. Quest'ultimo esercizio deve peraltro essere valutato con particolare 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.

Sulla base di quanto sinora osservato, la recessione in atto condivide alcuni tratti essenziali di quelle passate, cui ne affianca altri di peculiari. Relativamente ai principali aggregati macroeconomici reali, si possono sintetizzare nei punti che seguono.

- La contrazione del PIL si profila, escludendo i periodi bellici e le loro immediate prossimità, fra le più durature e profonde attraversate dall'economia italiana. Tenendo conto delle previsioni più aggiornate pubblicate dalle maggiori istituzioni internazionali per il 2009-10, la perdita cumulata, che secondo i conti nazionali trimestrali è già più grave di quelle del 1974-75 e del 1992-93, potrebbe risultare di entità analoga a quella registrata negli anni trenta. La riduzione del prodotto ha finora risentito soprattutto del calo eccezionale osservato nel settore industriale, da cui è derivato un decremento delle quantità manufatte su livelli ora prossimi a quelli di quindici anni fa.

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. Si ringraziano Paolo Del Giovane, Eugenio Gaiotti, Fabio Panetta e Giuseppe Parigi per i commenti a una versione preliminare del lavoro. 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 (2009a), Reinhart e Rogoff (2008 e 2009).

³ L'analisi si concentra sulle due 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.

- Riflettendo la dimensione mondiale della crisi, è venuto a mancare soprattutto 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 stanno subendo 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, al momento non prevedibile per la situazione corrente. Il profilo delle esportazioni sarebbe più 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 sta aggiungendo quella degli acquisti di beni non durevoli, che aggrava un indebolimento ormai quinquennale. Sul dato negativo, che per misura non ha precedenti nel dopoguerra, incide soprattutto il prolungato ristagno del reddito disponibile reale delle famiglie, in atto dai primi anni novanta e non riscontrabile nei decenni precedenti, cui si aggiungono le diffuse preoccupazioni sulle prospettive del mercato del lavoro.

- Il forte calo degli investimenti registrato finora ripercorre il profilo flettente osservato nelle precedenti recessioni: relativamente lento e prolungato nelle costruzioni, più rapido nei beni strumentali. La contrazione cumulata è già superiore a quella segnata nella metà degli anni settanta e prossima a quella dei primi anni novanta.

- Infine, il sentiero di sviluppo lungo cui si è giunti alla crisi corrente è 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 prezzo, il profilo di restrizione creditizia rilevato nella recessione in corso appare sinora simile a quello osservato nel 1992-93, ma ancora inferiore rispetto agli anni settanta (quando, peraltro, erano in essere anche vincoli quantitativi agli impieghi).

- La restrizione creditizia potrebbe non essere ancora pienamente emersa. La riduzione nella crescita degli impieghi è al momento inferiore di un quarto rispetto a quella rilevata, in media, nelle altre quattro principali fasi di restrizione dell'offerta individuate dagli anni settanta; il calo della componente ciclica del rapporto impieghi/PIL risulta sinora pari a circa la metà di quello registrato in media in quei periodi.

- Nella recessione attuale, 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.

- Malgrado ciò il basso livello dell'inflazione pone un limite alla manovra monetaria, che non era presente nei due casi precedenti. Nel complesso, i tassi reali si sono mantenuti su valori molto contenuti, assai inferiori a quelli osservati nella recessione degli anni novanta; tuttavia la *stance* monetaria aveva assunto toni molto più espansivi nel 1974-75, quando l'inflazione dovuta allo *shock* petrolifero aveva determinato una forte diminuzione dei tassi reali, su livelli negativi ancor prima dell'inizio della recessione.

2. L'economia reale

In questa sezione si analizza l'andamento dei principali aggregati macroeconomici nell'intorno delle più gravi recessioni attraversate dall'economia italiana. In particolare, come già accennato nell'introduzione, oltre all'attuale, si considerano le contrazioni del 1974-75 e del 1992-93. Nel paragrafo 2.6 l'indagine viene estesa agli anni trenta ricorrendo, data l'assenza di statistiche ufficiali, alla ricostruzione dei conti economici annuali proposta da Rossi *et al.* (1993).⁴

L'esposizione dei risultati deve essere preceduta da una breve 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.⁵ Per completezza, tuttavia, si riporta in Appendice una breve descrizione dell'evoluzione delle stesse grandezze macroeconomiche anche in corrispondenza dei punti di svolta aggregati.

2.1. Il 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

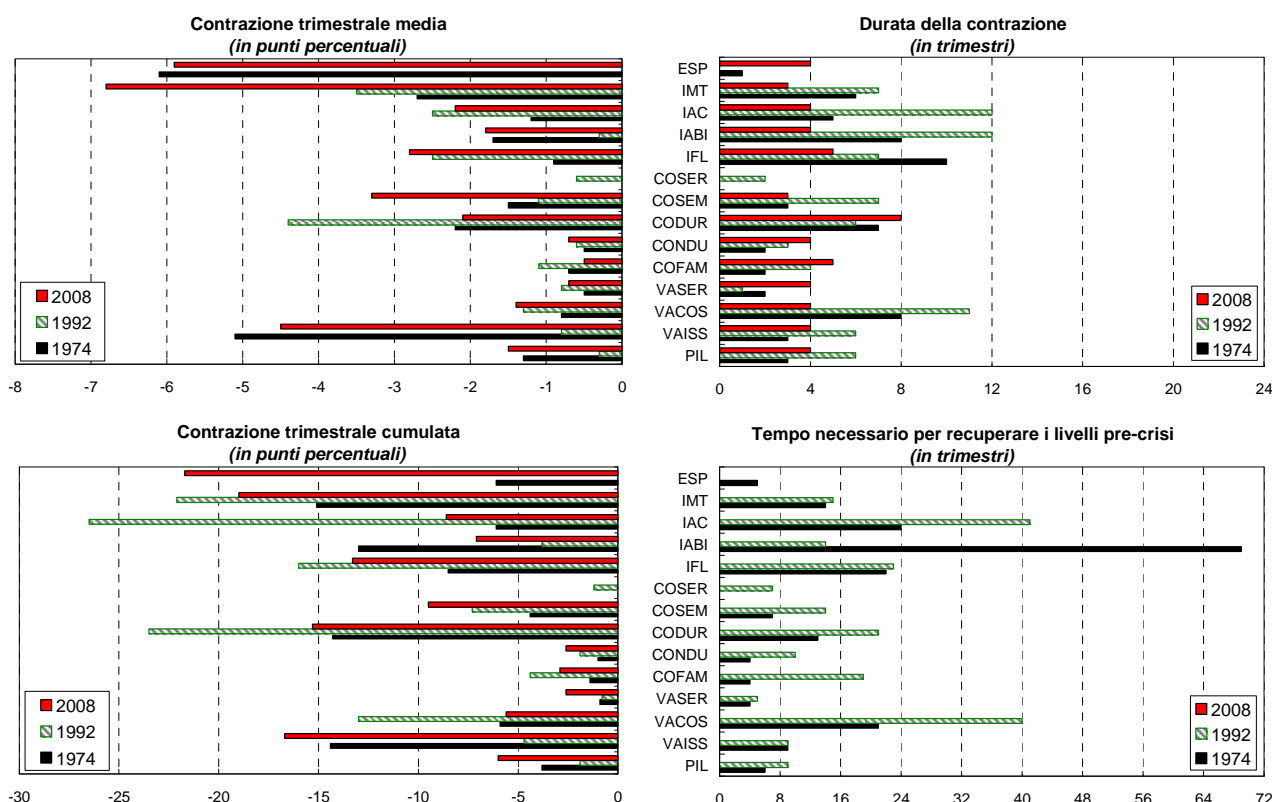
⁴ A fini di controllo, si è verificata la robustezza dell'analisi rispetto all'impiego di altre fonti storiche disponibili.

⁵ 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.

le crisi nell'arco di circa 2 anni (figg. 1 e 2; si veda anche la tavola in Appendice). Sulla base dei dati al momento disponibili,⁶ la flessione in atto, iniziata nel secondo trimestre del 2008, ha durata non inferiore; tenendo conto delle previsioni delle maggiori istituzioni internazionali,⁷ potrebbe addirittura profilarsi fra le più lunghe attraversate dall'economia italiana.

La perdita cumulata di prodotto fino ad ora registrata (-6,0 per cento al primo trimestre del 2009) è comunque già largamente superiore a quelle subite sia nel 1992-93 (-1,9 per cento; fig. 1) sia nel 1974-75 (-3,8 per cento).⁸

Fig. 1 – Intensità e durata delle crisi a confronto



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.

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

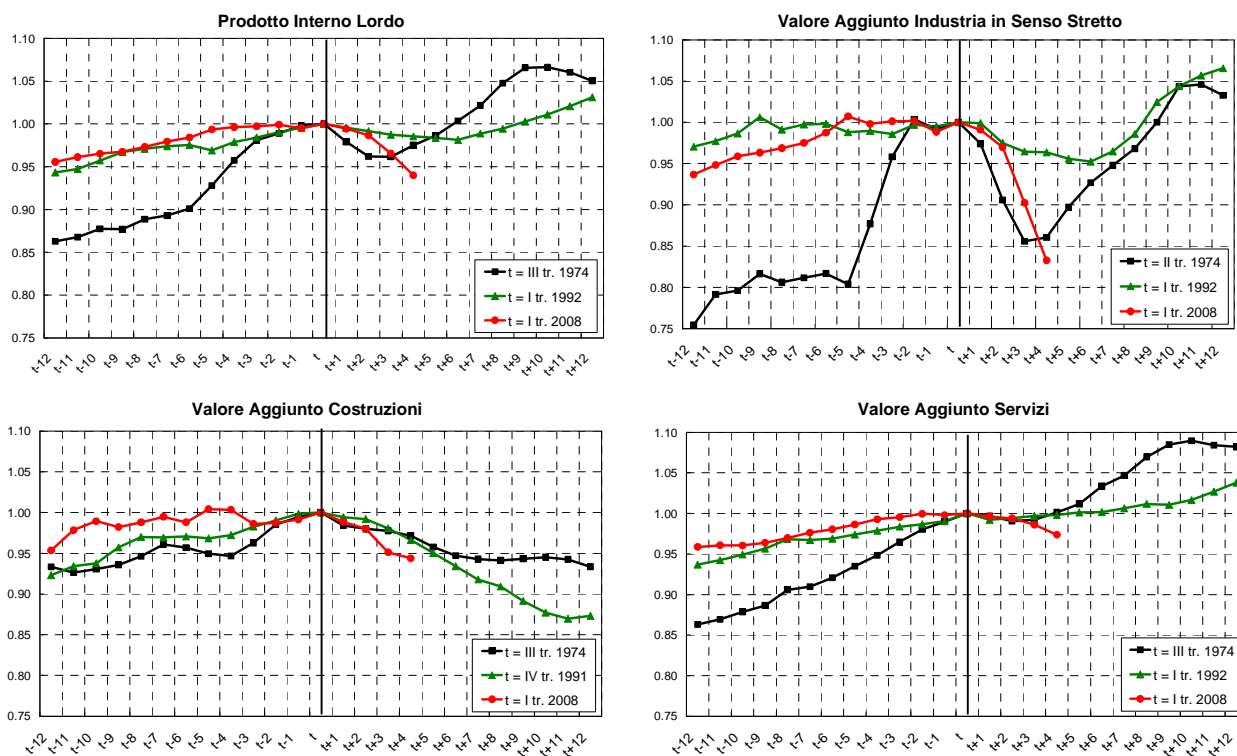
⁶ Il Quaderno è stato redatto avendo a disposizione i dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat fino al primo trimestre del 2009.

⁷ Si vedano OCSE (2009) e Fondo Monetario Internazionale (2009b).

⁸ Le serie dei conti nazionali trimestrali attualmente pubblicate dall'Istat iniziano nel 1980; la ricostruzione delle stesse a partire dal 1970 è stata effettuata sfruttando la dinamica degli ultimi conti diffusi con tale anno di avvio, rilasciati 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.

La flessione del PIL ha riflesso sinora soprattutto quella dell'**industria in senso stretto**, che si conferma il comparto a cui si trasmettono con maggior rapidità gli effetti degli *shock* negativi del ciclo economico. Dall'acuirsi della crisi, nel secondo trimestre del 2008, il valore aggiunto del settore ha cumulato una contrazione del 16,7 per cento (figg. 1 e 2), più marcata di quelle complessivamente subite nel 1974-75 (-14,4 per cento) e nel 1992-93 (-4,7 per cento).

Fig. 2 – PIL e Valore aggiunto settoriale
(Indici=1 nel trimestre *t* di picco ciclico; dati destagionalizzati a prezzi concatenati)



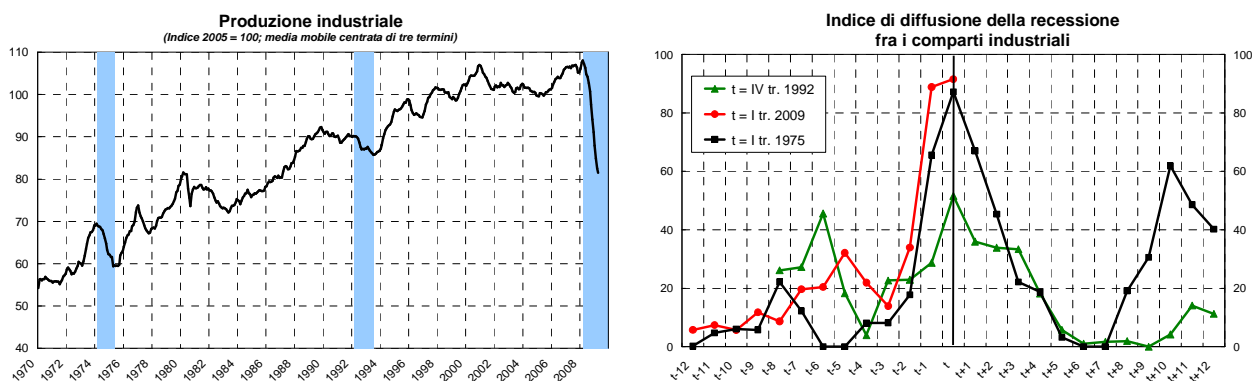
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

La dinamica in atto si inserisce, inasprendolo, nel quadro di progressivo indebolimento della nostra manifattura, ormai quasi decennale: le quantità prodotte, misurate dall'indice della produzione industriale, sono scese nella primavera del 2009 sui livelli del 1987 (fig. 3);⁹ in occasione della recessione del 1974-75, anch'essa molto profonda, l'arretramento era stato alle quantità di soli due anni prima.

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

⁹ L'aprile del 2009 è l'ultimo mese per cui si dispone di dati al momento della redazione del Quaderno.

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; 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 al momento disponibili, il calo in corso perdura da 4 trimestri, con un ritmo medio (-1,4 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).

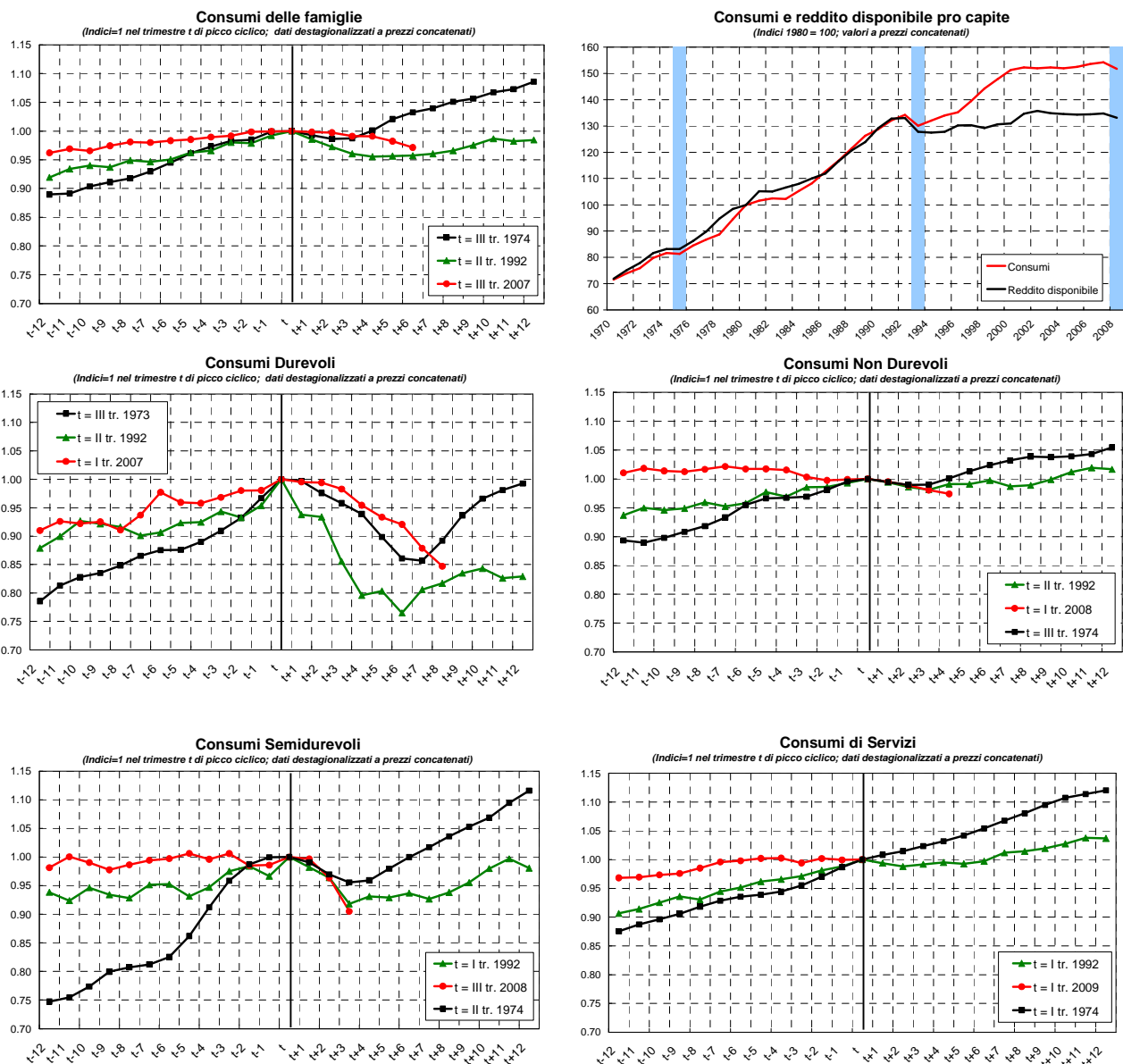
Il comparto dei **servizi** ha finora evidenziato il profilo ciclico più attenuato, come nelle altre recessioni. In queste ultime, tuttavia, gli effetti negativi si erano limitati a una pronunciata decelerazione del valore aggiunto; dal secondo trimestre del 2008 è invece in atto una contrazione (figg. 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 (figg. 1 e 4); si è aggiunta la flessione

più contenuta dei consumi di **beni semidurevoli** (fig. 4). La recessione in atto ripercorre tale regolarità (gli acquisti di beni durevoli sono calati del 15,3 per cento dalla primavera del 2007);¹⁰ tuttavia, qualche segnale di maggior debolezza rispetto agli episodi passati giunge dai consumi di **beni non durevoli**. Nel 1974-75 e nel 1992-93 questi ultimi avevano registrato brevi e modeste contrazioni, già lievemente superate, in durata e in misura, da quella corrente (-2,6 punti percentuali cumulati fra l'inizio del 2008 e il primo trimestre del 2009), che aggrava un graduale affievolimento 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.

¹⁰ 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 dello 0,9 per cento nel 2008; +0,7 in media d'anno dal 2001) incide il ristagno quindicennale del **reddito disponibile** che, verosimilmente, influenza ormai in modo permanente le percezioni delle famiglie.¹¹ Dal 1992 la crescita media annuale del potere d'acquisto è stata infatti solo dello 0,3 per cento (fig. 4):¹² 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. 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, nell'ultimo quindicennio 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.¹³ Nel 2008 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, non trova riscontro nelle recessioni del 1974-75 e del 1992-93 ed è 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 fortemente rallentato nel 2008. Vi ha contribuito, oltre al ristagno degli investimenti residenziali, la decelerazione dei **prezzi delle abitazioni** che è in atto dal primo semestre del 2007 e si dovrebbe estendere, sulla base delle informazioni al momento disponibili, anche al 2009.¹⁴ In corrispondenza delle crisi del 1974-75 e del 1992-93 le quotazioni immobiliari, espresse in termini reali, avevano

¹¹ 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).

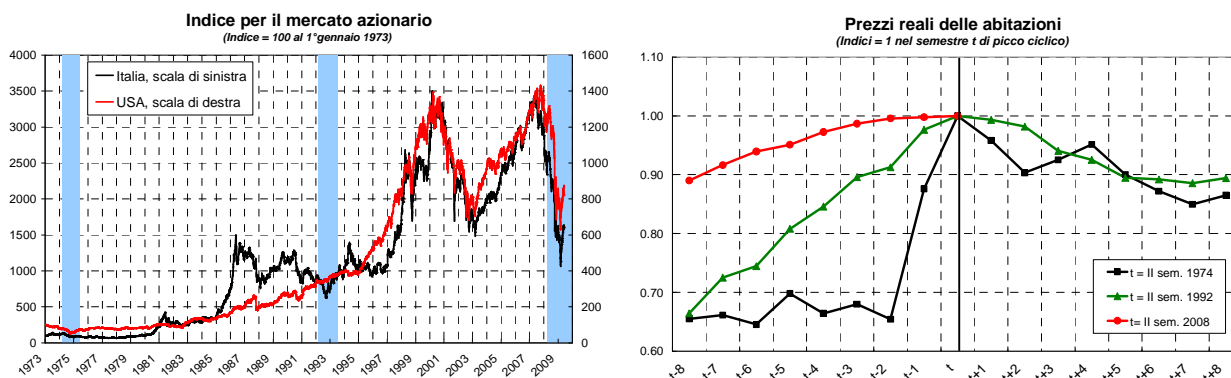
¹² In Germania e in Francia, nello stesso arco temporale, gli incrementi medi sono stati dell'1,0 e del 2,1 per cento, rispettivamente.

¹³ 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).

¹⁴ Indicazioni di una possibile ulteriore attenuazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni giungono dagli esiti di un'indagine congiunturale condotta dalla Banca d'Italia, pubblicati nella collana dei *Supplementi al Bollettino Statistico* dell'Istituto: http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/sondaggio_mercato_abitazioni.

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).¹⁵

Fig. 5 – Prezzi delle attività



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

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

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

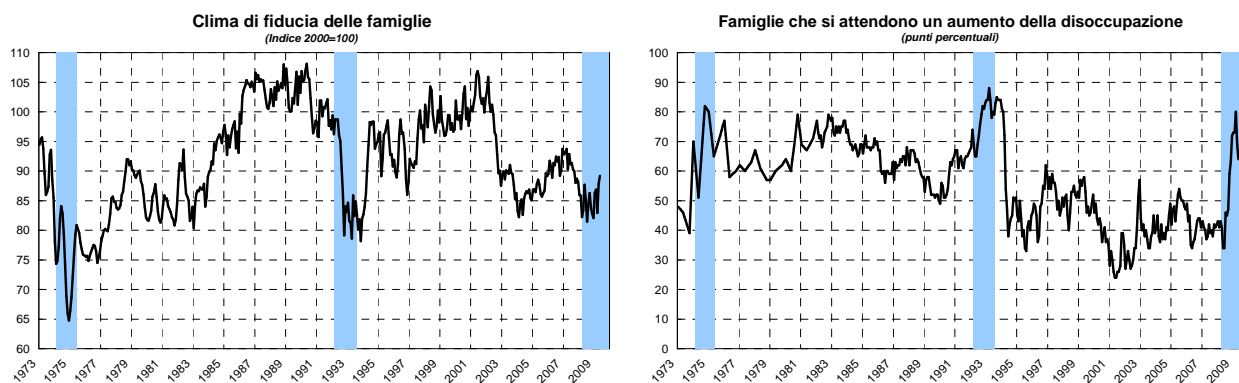
Nonostante la gravità della recessione in atto, la crisi di **fiducia delle famiglie** è finora meno profonda di quelle del 1992-93 e, soprattutto, del 1974-75 (fig. 6): nelle valutazioni dei consumatori, gli effetti benefici sul bilancio familiare e sulla possibilità di risparmiare conseguenti alla netta riduzione del costo del denaro, avviata dall'autorità di politica monetaria nell'autunno del 2008, 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.¹⁶ Queste ultime risultano tuttavia estremamente diffuse: secondo le inchieste dell'Isae, nei primi mesi del 2009 la percentuale di famiglie che si attende un aumento del tasso di disoccupazione è salita fino all'80 per cento, più del doppio rispetto allo stesso periodo

¹⁵ Sulla base dei dati pubblicati dall'Osservatorio sul Mercato Immobiliare, che recentemente sono caratterizzati da una dinamica più bassa rispetto a quelli elaborati dalla Banca d'Italia e riportati nella fig. 5, i prezzi reali delle abitazioni avrebbero iniziato a flettere dal primo semestre del 2008.

¹⁶ 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 3,4 per cento nell'aprile del 2009.

dell'anno precedente (fig. 6);¹⁷ 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

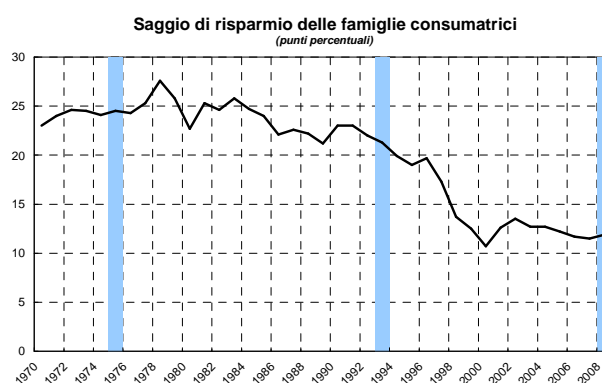


Fonte: elaborazioni su dati Isae.

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

Ne è derivata una maggiore cautela nei comportamenti di spesa: nella media del 2008 la **propensione a risparmiare** delle famiglie è salita di 4 decimi di punto, all'11,9 per cento; come già avvenuto nel biennio 2001-02, l'incremento ha interrotto 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).¹⁸ Dalla fine dello scorso decennio la propensione al risparmio delle famiglie italiane, storicamente molto elevata, risulta inferiore a quelle francesi e tedesche, sostanzialmente stabili intorno al 15 per cento dall'inizio degli anni novanta.

Fig. 7 – Propensione a risparmiare



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

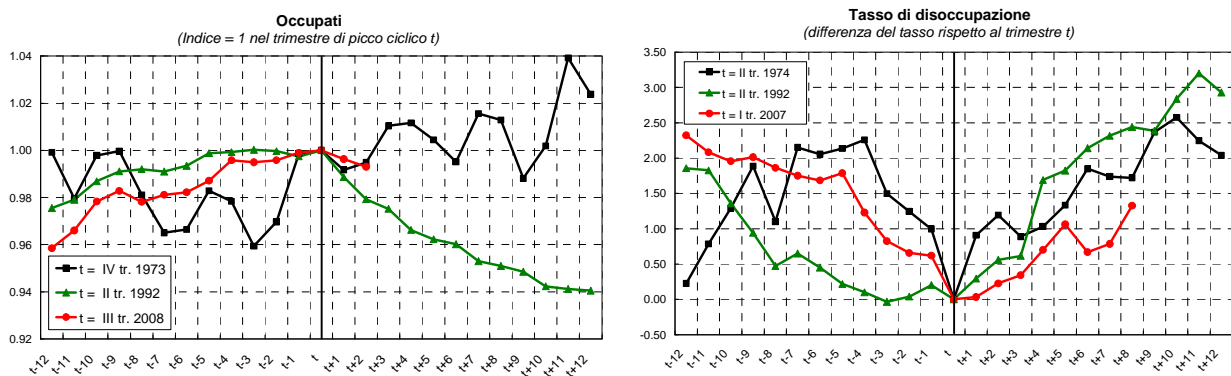
Nota: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate.

¹⁷ La quota è calata nei mesi primaverili, pur rimanendo sostanzialmente elevata.

¹⁸ 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.

Sulle valutazioni dei consumatori potrebbe incidere, nel corso del 2009, la misura della progressiva estensione della crisi al mercato del lavoro, che ha iniziato a manifestarsi. I dati sul numero di occupati e sul tasso di disoccupazione sono disponibili con ritardo; sulla base di quelli al momento più aggiornati, nel primo trimestre del 2009 gli **occupati** sono diminuiti di quasi un punto percentuale rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, in misura particolarmente concentrata nell'industria. Il calo, che dunque riflette solo gli effetti iniziali della recessione, 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). 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.

Fig. 8 – Tasso di disoccupazione e occupati



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

Nel primo trimestre del 2009 il **tasso di disoccupazione** è salito al 7,3 per cento, in aumento di quasi un punto e mezzo percentuale rispetto al minimo del primo trimestre del 2007, un peggioramento 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).¹⁹

2.3. Gli investimenti

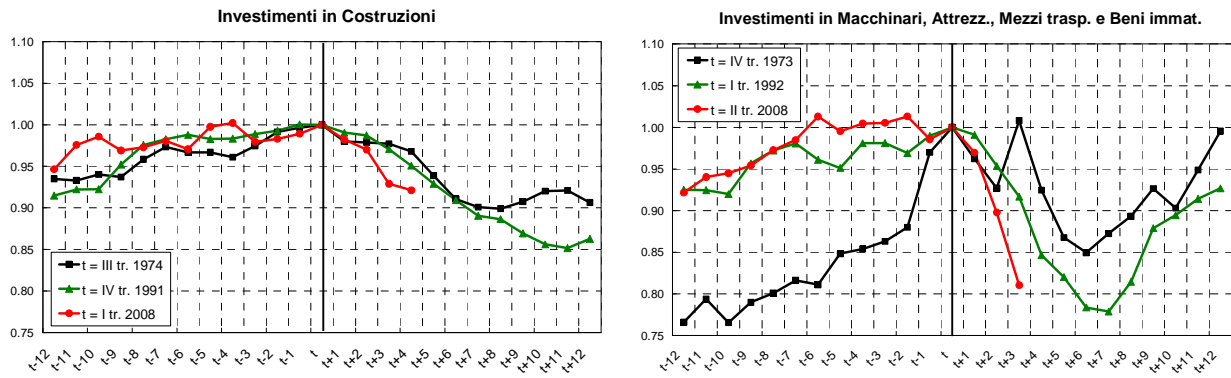
Gli **investimenti fissi lordi** ripercorrono finora il profilo flettente tratteggiato nelle altre principali recessioni del dopoguerra: relativamente lento e prolungato nelle costruzioni, soprattutto

¹⁹ I livelli del tasso di disoccupazione precedenti le crisi furono recuperati nell'arco di, rispettivamente, sette e dieci anni.

residenziali; più rapido negli altri beni (macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto e beni immateriali; fig. 9).

Fig. 9 – Investimenti

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



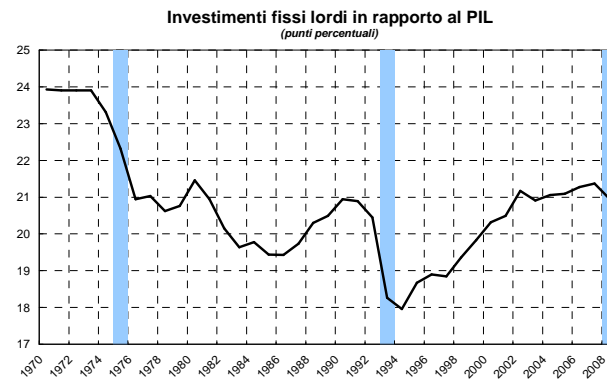
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Per entrambe le componenti, nel primo trimestre del 2009 la riduzione cumulata (-7,9 per cento per le costruzioni dal primo trimestre del 2008, -19,0 per cento per i beni strumentali dal secondo trimestre dello stesso anno) è già dello stesso ordine di grandezza, se non più marcata, di quella subita nel complesso della crisi degli anni settanta (-10,1 e -15,1 per cento, rispettivamente) e solo di poco inferiore, per i beni strumentali, rispetto al calo totale segnato in quella dei primi anni novanta (-14,9 e -22,1 per cento, rispettivamente). Per l'aggregato degli investimenti fissi lordi, il ritmo medio di contrazione trimestrale (-2,8 per cento; fig. 1) risulta al momento superiore rispetto a quelli registrati nel 1974-76 (-0,9 per cento) e nel 1992-93 (-2,5 per cento). Vi hanno contribuito soprattutto le brusche cadute dell'ultimo trimestre del 2008 e del primo del 2009 (-5,8 e -5,0 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.

La **propensione a investire**, misurata dal rapporto fra gli investimenti e il PIL, è comunque ancora sui livelli relativamente elevati registrati in media dall'avvio del decennio: la diminuzione del 2008 è di entità moderata rispetto a quelle segnate nel 1975-76 e nel 1993 (fig. 10). Le attese per il 2009 sono tuttavia improntate a un forte pessimismo: secondo gli esiti di un'indagine condotta dalla Banca d'Italia tra i mesi di marzo e aprile presso un campione rappresentativo di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari, i piani di investimento segnalano una flessione molto ampia per l'industria, più contenuta, ma significativa, per il terziario.²⁰

²⁰ I risultati dell'indagine sono pubblicati nella collana dei *Supplementi al Bollettino Statistico* della Banca d'Italia: <http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/indimpser>.

Fig. 10 – Propensione a investire



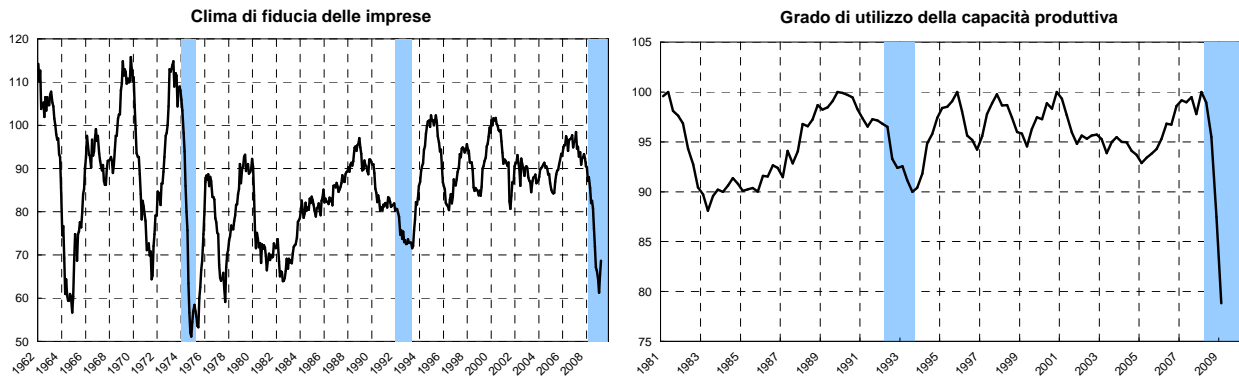
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

2.3.1. Il clima di fiducia delle imprese

L'attività di investimento risente del peggioramento repentino che, dall'inizio della crisi, ha eroso il clima di **fiducia delle imprese industriali**. Dalla fine del 2008 l'indice si è collocato su valori più bassi di quelli registrati 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
(Indice 2000 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Isae.

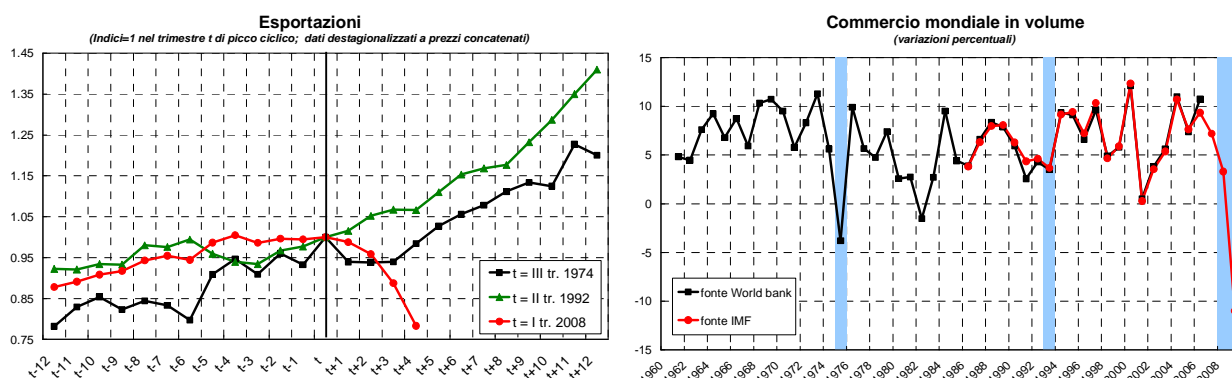
Nota: le aree ombreggiate segnalano le tre fasi recessive esaminate.

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, avviata nel 1981 (fig. 11); il fatturato e gli ordinativi hanno registrato, nei primi mesi del 2009, volumi inferiori del 22 e 30 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 di questa fase congiunturale (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 si sono invece decisamente ridotte, con un marcato inasprimento soprattutto dall'ultimo trimestre, 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).²¹ In termini cumulati, la flessione delle esportazioni ammonta, fra il primo trimestre del 2008 e il primo del 2009, a 21,7 punti percentuali (fig. 1).

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 2009 è tratta da Fondo Monetario Internazionale (2009b).

È di segno negativo anche l'andamento prevedibile sulla base delle ipotesi formulate dalle principali istituzioni internazionali circa l'evoluzione del commercio mondiale. La contrazione che

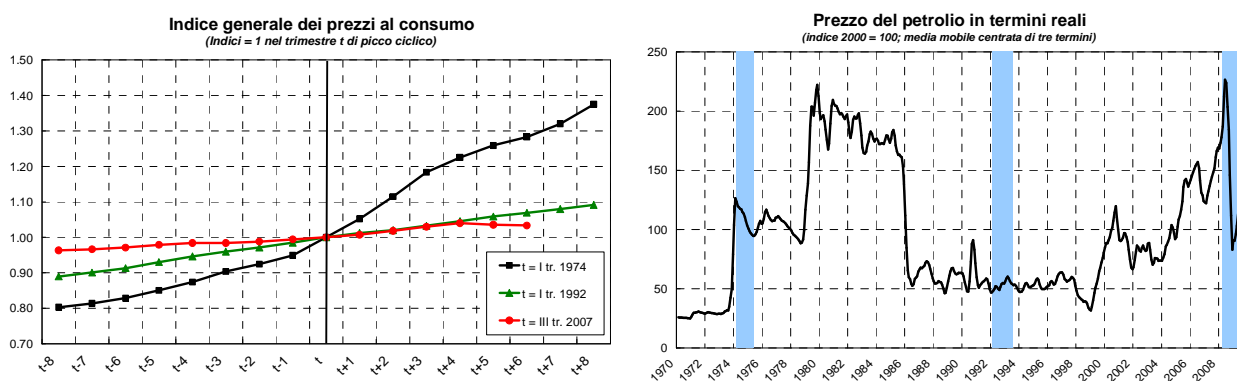
²¹ Nel complesso del 2008 l'andamento delle esportazioni italiane, sensibilmente peggiore in termini di quantità (-3,7 per cento) rispetto a quanto registrato negli altri principali paesi dell'area dell'euro, è più in linea con essi se espresso in valore (+1,2 per cento). L'ampio divario fra le due misure è il risultato statistico della sostenuta dinamica del deflatore delle esportazioni, aumentato del 5,0 per cento in Italia, rispettivamente oltre 4 e 2 punti percentuali più che in Germania e in Francia. Il differenziale, ancor più ampio se misurato dal 2005 (14 e 9 punti), riflette la dinamica dei sottostanti valori medi unitari italiani, le cui difficoltà di misurazione ne hanno già indotto ampie revisioni negli anni recenti. Il quadro appare più in linea con quello degli altri maggiori paesi dell'area dell'euro sulla base dell'indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato estero, solo recentemente pubblicato dall'Istat e caratterizzato da una dinamica prossima a quella registrata in Germania e in Francia. Ne discende che, qualora il valore delle esportazioni italiane venisse deflazionato con questo indice, la flessione delle quantità vendute all'estero dall'Italia nel 2008, pur grave, si ridimensionerebbe parzialmente. Rimarrebbe comunque valido il sensibile deterioramento delle esportazioni a partire dal quarto trimestre dell'anno, sia in Italia sia nelle altre maggiori economie europee.

quest'ultimo subirebbe nel complesso del 2009 (stimata nell'ordine dell'11 per cento; fig. 12)²² si confronta infatti con la dinamica relativamente sostenuta (prossima al 4 per cento) che aveva mantenuto 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, che al momento non è prevedibile per il prossimo anno (il Fondo Monetario Internazionale stima infatti una sostanziale stabilità dei flussi mondiali di beni e servizi per il 2010).

2.5. L'inflazione

La recessione in atto è stata sinora caratterizzata da una pronunciata attenuazione dell'**inflazione**, che ha contribuito a contenere la flessione, comunque significativa, del potere d'acquisto delle famiglie. Misurata dall'indice per l'intera collettività nazionale (fig. 13), la dinamica dei prezzi al consumo è scesa dal 4,1 per cento nel luglio del 2008 allo 0,9 per cento nel maggio del 2009.²³ 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.²⁴ 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.

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.

²² La previsione è tratta da Fondo Monetario Internazionale (2009b). La stima di un calo troverebbe conferma anche nei dati di commercio con l'estero dell'Italia, aggiornati all'aprile del 2009, al momento della stesura del Quaderno.

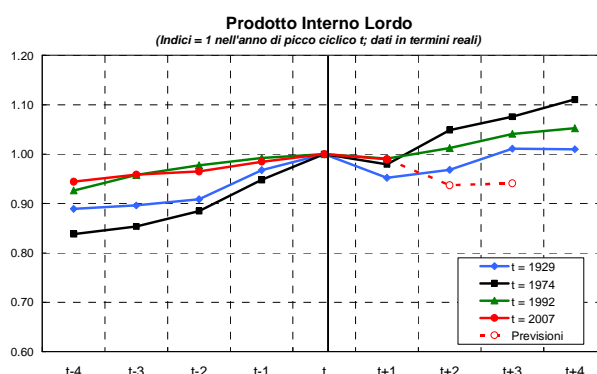
²³ Ultimo dato disponibile in fase di redazione del Quaderno.

²⁴ Nel 1992-93 l'inflazione aveva segnato un lieve decremento, dal 5,3 al 4,6 per cento in media d'anno.

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** ora in atto potrebbe risultare, 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 già registrata nel 2008 e quella prevista per il 2009 determinerebbero una perdita cumulata simile a quella stimata per la crisi successiva al 1929 (fig. 14).²⁵

Fig. 14 – PIL



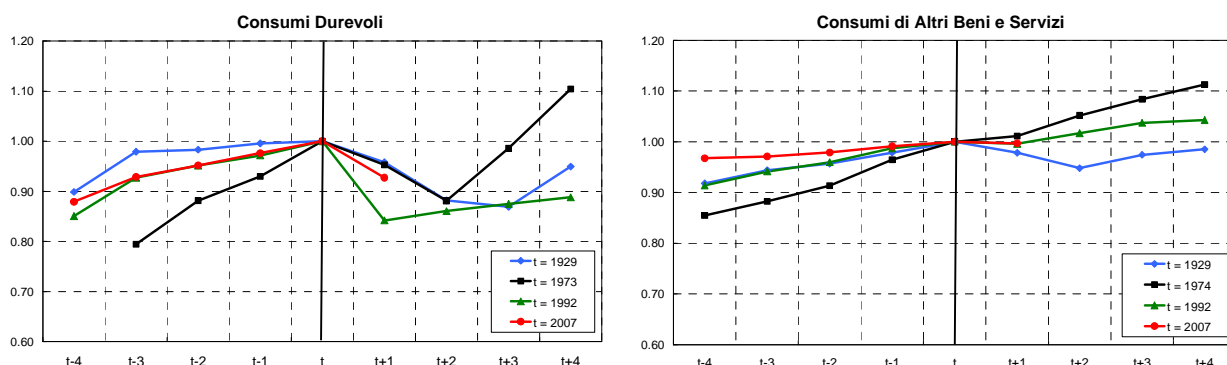
Fonte: elaborazioni su dati Istat e Rossi *et al.* (1993); le previsioni per il 2009 e il 2010 sono tratte da OCSE (2009).

Alcuni dei tratti distintivi delle recessioni del dopoguerra riportati nei paragrafi precedenti 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 (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, comunque meno marcata, cumulata nel biennio 2007-08 (-2,7 per cento).²⁶

²⁵ 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.

²⁶ 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

Fig. 15 – Consumi delle famiglie
(Indici=1 nell'anno di picco ciclico t ; dati in termini reali)

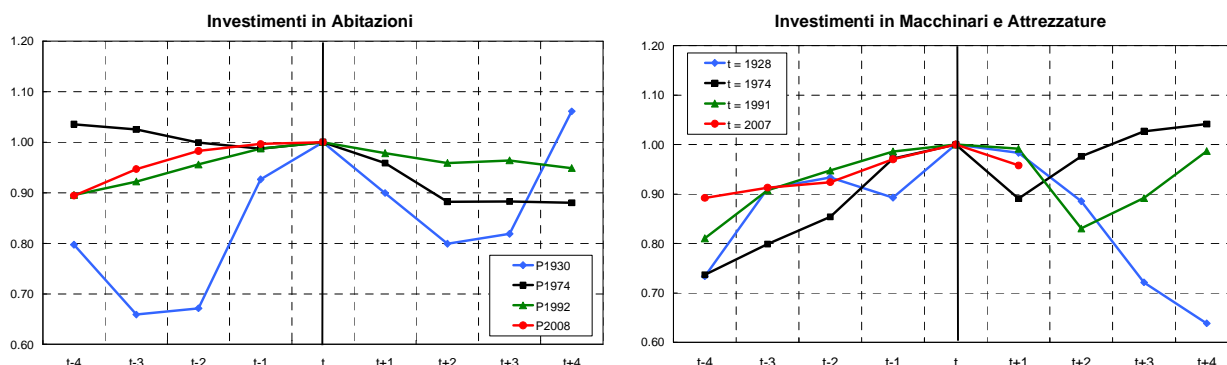


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Rossi *et al.* (1993).

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.²⁷ 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).

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,

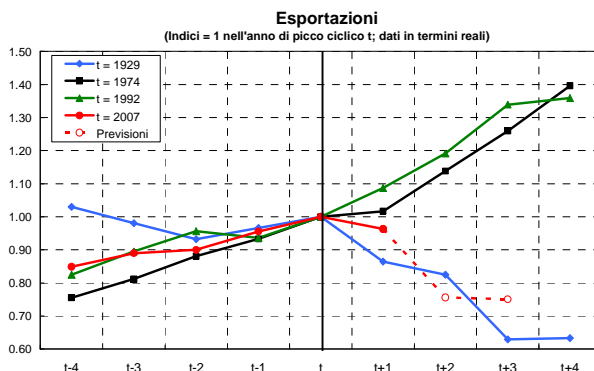
‘consumi di beni non durevoli e servizi’ le Spese sanitarie, quelle in Trasporti e comunicazioni, in Istruzione e spettacoli, in Altri beni e servizi. Le altre fonti storiche considerate (si veda la nota 25) non riportano le disaggregazioni per tipologia di spesa delle famiglie. Da Rey (1991) è desumibile 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.*

²⁷ La più netta flessione degli investimenti nella crisi successiva al 1929 rispetto agli episodi più recenti è confermata anche dai dati di Rey (1991).

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 è, nel confronto storico, ancora contenuto, anche perché inaspritosi solo in chiusura d'anno. Le attese per il 2009 sono tuttavia improntate a un forte pessimismo (si veda il paragrafo 2.3).

La dimensione globale della Grande Depressione si è riflessa in misura marcata sulle nostre **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 (-3,7 per cento) e prevista per il 2009 (-21,5 per cento) ha dimensioni inferiori,²⁸ ma costituisce nondimeno uno degli elementi di maggiore gravità della recessione in atto (fig. 17).

Fig. 17 – Esportazioni



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Rossi *et al.* (1993); le previsioni per il 2009 e il 2010 sono tratte da OCSE (2009).

3. Il credito e i tassi d'interesse

In questa sezione si confrontano l'evoluzione del credito bancario e dei tassi d'interesse osservati nell'episodio in atto con quelli che hanno caratterizzato le due recessioni del 1974-75 e del 1992-93.²⁹

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

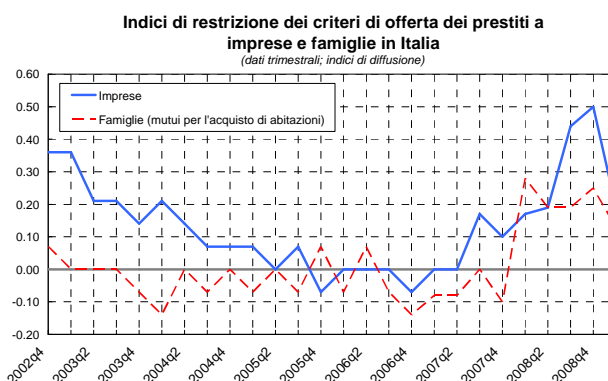
²⁸ La previsione è tratta da OCSE (2009).

²⁹ 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 al punto di svolta di ciascun indicatore. Le rispettive datazioni sono indicate nelle legende dei grafici.

segnalano che situazioni di crisi finanziaria e restrizione dei criteri di offerta dei prestiti determinano, storicamente, recessioni più profonde e più protratte (Reinhart e Rogoff, 2009; Claessens *et al.*, 2008; Fondo Monetario Internazionale, 2008).

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**. I criteri adottati per l'erogazione dei finanziamenti ai diversi settori di attività economica hanno registrato un progressivo irrigidimento dalla seconda metà del 2007 (fig. 18). 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. 18 – Risultati della *Bank Lending Survey*



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

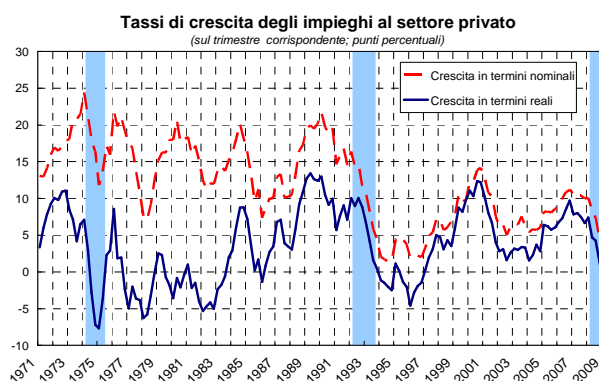
Note: Uno spostamento verso l'alto dell'indice indica un irrigidimento dei criteri di offerta di credito. Gli indici di diffusione sono costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi partecipanti all'indagine sulla base del seguente schema di ponderazione: 1 = notevole irrigidimento, 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.

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. 19).

Fig. 19 – Evoluzione degli impieghi al settore privato



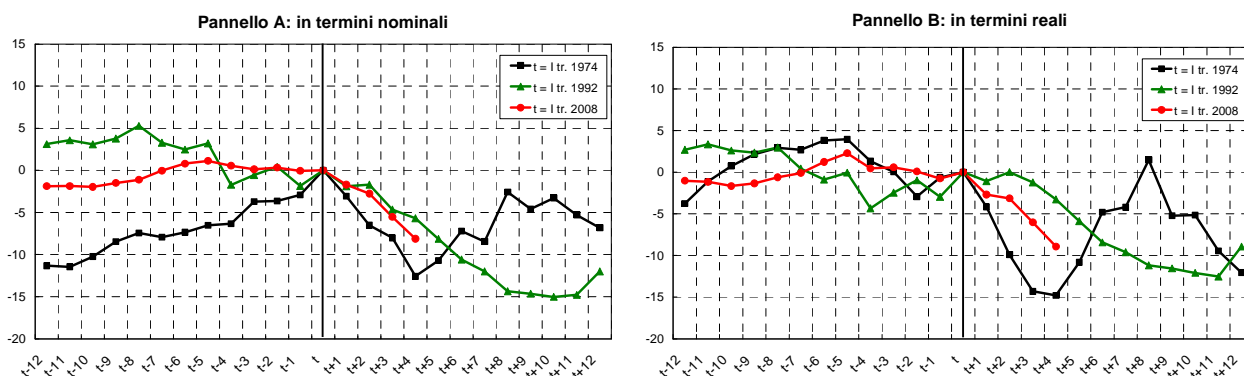
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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 nella fase attuale appare fino ad ora 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. 20, pannello A). Tuttavia, se valutata in termini reali, la decelerazione degli impieghi è più accentuata che nel 1992-93 (quando si era però estesa per una decina di trimestri), benché meno brusca di quella del 1974. L'entità complessiva del rallentamento risulta per adesso inferiore di circa la metà di quella rilevata negli anni settanta ma quasi il triplo di quella degli anni novanta (fig. 20, pannello B).

Fig. 20 - Impieghi al settore privato

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

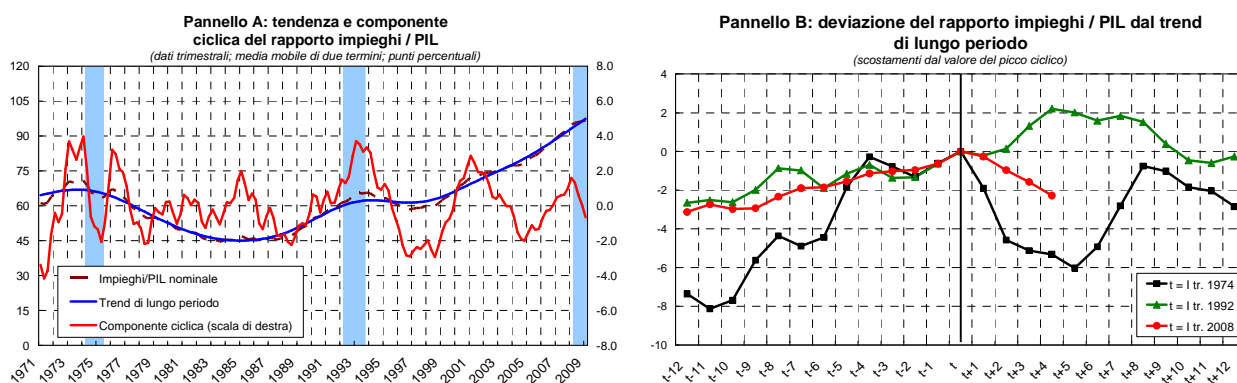


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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,³⁰ dopo aver raggiunto un picco agli inizi del 2008, ha registrato una netta diminuzione (fig. 21, 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 recessione, 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 sinora a circa un terzo; fig. 21, pannello B).³¹

Fig. 21- Rapporto impieghi/PIL nominale



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

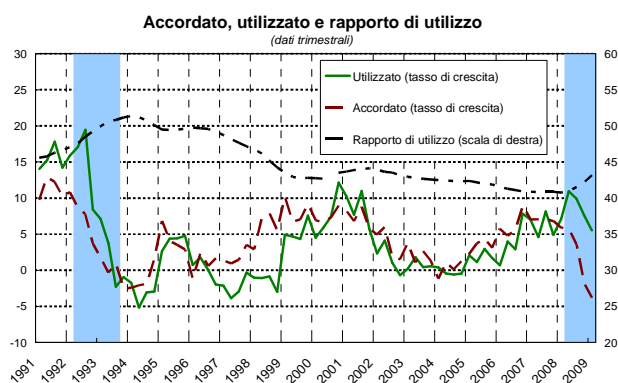
Note: gli impieghi al settore privato non includono le sofferenze, i prestiti della Cassa depositi e prestiti e i pronti contro termine attivi. Il PIL nominale trimestrale è espresso in ragione d'anno utilizzando la somma mobile di quattro trimestri. Il trend di lungo periodo e la componente ciclica 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.

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. Nell'attuale fase ciclica, il credito utilizzato ha continuato a crescere, mentre quello accordato ha rallentato bruscamente sino a contrarsi 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. 22; i dati non sono disponibili per le crisi precedenti).

³⁰ 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).

³¹ 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.

Fig. 22 - Accordato e utilizzato sulle linee di credito

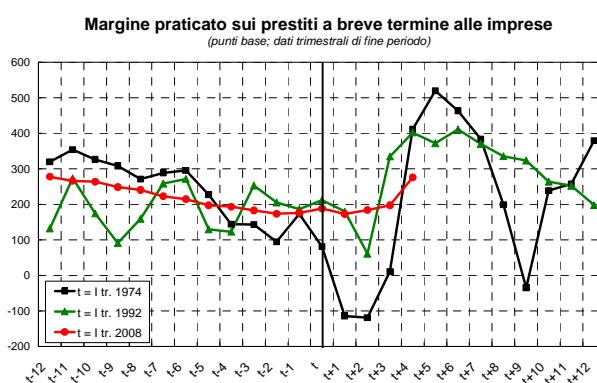


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

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. 23). 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.³²

Fig. 23 - Margine sui prestiti alle imprese



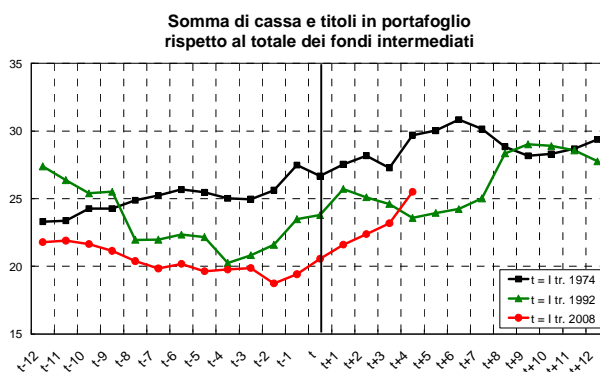
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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

³² 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 durante il periodo 1992-93 al 4,4 per cento e attualmente, seppure in lieve aumento, ancora su livelli storicamente bassi (1,6 per cento).

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 7 punti percentuali dall'inizio delle tensioni sui mercati finanziari nell'estate del 2007 (fig. 24). 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.³³

Fig. 24 - Indice di liquidità degli attivi bancari



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Note: l'indice di liquidità è calcolato come rapporto tra la somma di cassa e titoli in portafoglio e il totale dei fondi intermediati. Per il 1974 tale indicatore è ottenuto dall'aggregazione dei bilanci delle aziende di credito e degli istituti di credito speciale.

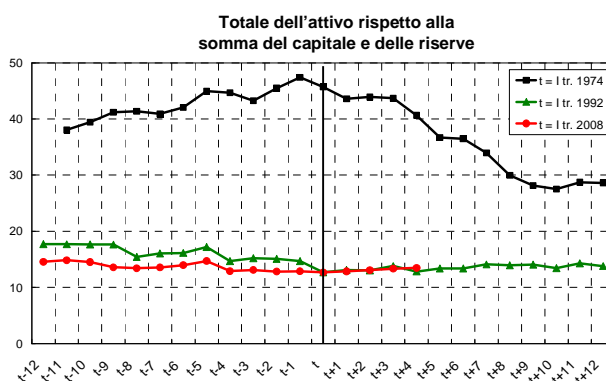
Vincoli all'espansione degli impieghi possono provenire dall'indebolimento patrimoniale delle banche. Per dato **rapporto "desiderato" tra il totale dell'attivo e la somma del capitale e delle riserve (leverage)**, un deterioramento del capitale, nella misura in cui risulta difficile riportarlo al livello 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.³⁴ Il *leverage* delle banche nel periodo 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. 25).³⁵

³³ 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.

³⁴ L'importanza di questi meccanismi con riferimento alla crisi in corso è stata analizzata da Adrian e Shin (2008). Per una più ampia rassegna su queste tematiche si veda Panetta, Angelini *et al.* (2009).

³⁵ 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 circa il doppio.

Fig. 25 - 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 attuale appare elevata, ma sinora 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.³⁶

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

Fasi di forte rallentamento degli impieghi bancari	Variaz. della crescita degli impieghi in termini nominali	Variaz. della crescita degli impieghi in termini reali	Variaz. del rapporto impieghi/PIL dal trend	Durata del rallentamento degli impieghi in termini nominali	Durata del rallentamento degli impieghi in termini reali	Durata del calo del rapporto impieghi/PIL	Restrizioni dal lato dell'offerta (1)	
	(punti percentuali)			(trimestri)				
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	
2000-02	-9	-11	-2	7	8	7	No	
2007-?	-9	-10	-2	6	7	4	Si	
	Valori medi							
Con restrizioni dell'offerta	-12	-12	-5	8	7	8	Si	
Senza restrizioni dell'offerta	-10	-10	-2	7	7	7	No	

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

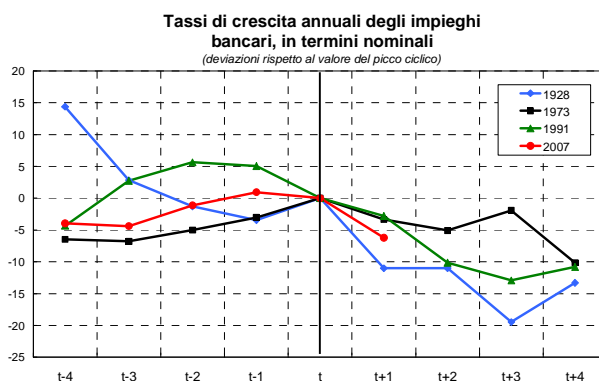
Note: (1) La metodologia utilizzata per l'individuazione delle restrizioni di offerta è basata sul lavoro di Bonaccorsi, Gaiotti e Lotti (2003) e su analisi degli autori su dati Banca d'Italia. In grigio sono evidenziate le tre recessioni considerate nel resto dell'analisi presentata in questo studio.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

³⁶ 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).

I risultati sono presentati nella tavola 1. Escludendo l'attuale, 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 attuale il rallentamento del credito, pari a 9 punti percentuali cumulati nell'arco di 6 trimestri, è inferiore di un quarto rispetto a quello medio degli episodi caratterizzati da restrizioni dell'offerta e di un sesto se valutato in termini reali. Il calo della componente ciclica del rapporto impieghi/PIL risulta sinora pari, per misura e durata, a circa la metà di quello registrato in media. Sulla base dell'esperienza passata, è pertanto verosimile ipotizzare che la restrizione creditizia possa proseguire.

Estendendo il confronto a un più lungo periodo, infine, la crisi iniziata alla fine degli anni venti è stata caratterizzata da una contrazione del credito bancario di entità molto superiore a quella osservata in tutte le recessioni del dopoguerra e in quella attuale (fig. 26). Sulla base di dati annuali, la crescita degli impieghi diminuì di 20 punti percentuali in tre anni, portandosi su valori fortemente negativi. Il rallentamento risultò pari al quadruplo di quello sinora registrato nella fase ciclica attuale.³⁷ In termini reali, l'attenuazione della dinamica nel 1929 è stata il triplo di quella ora in corso.

Fig. 26 - Impieghi al settore privato



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

3.2. I tassi di interesse

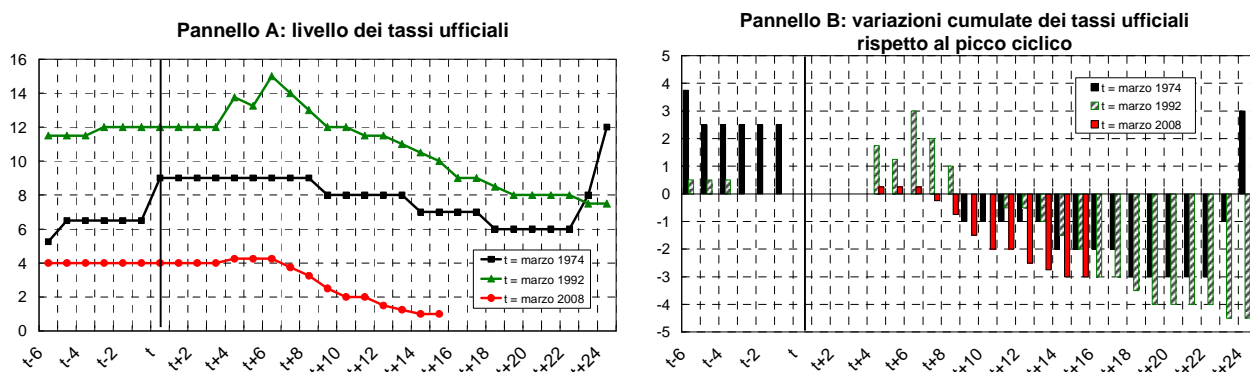
In questo paragrafo si analizza il comportamento dei tassi ufficiali e di quelli reali a breve termine in corrispondenza delle fasi recessive prese in considerazione. Nel confronto con gli episodi degli anni settanta e novanta è necessario tenere conto del fatto che in passato la politica monetaria è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

³⁷ 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.

Sia nel 1974 sia nella fase attuale 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).³⁸

Fig. 27 – Tassi ufficiali

(punti percentuali)



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

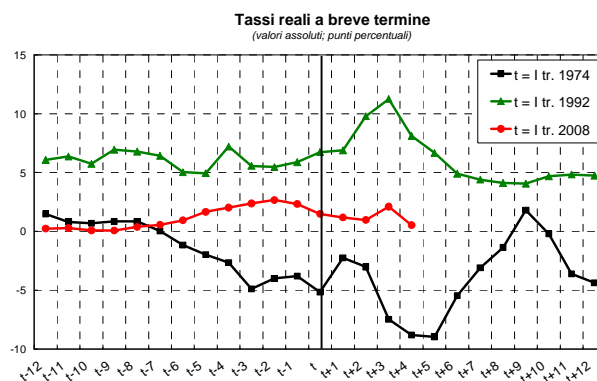
Nell'insieme dei venti mesi successivi all'inversione del ciclo, nell'episodio del 1974 le autorità monetarie diminuirono il tasso ufficiale di sconto di 300 punti base, dal 9 al 6 per cento. Durante la recessione del 1992-93 il calo complessivo nello stesso orizzonte di tempo fu di 400 punti base, dal 12 all'8 per cento (dopo il temporaneo rialzo al 15 per cento all'apice della crisi valutaria). Da marzo 2008 a giugno 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). A un anno dal suo inizio, pertanto, la diminuzione dei tassi ufficiali nella recessione in corso è stata finora equivalente a quella osservata 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 più elevati di quelli attuali, a loro volta molto contenuti già prima dell'inizio della recessione (fig. 28). Dall'altro, il basso livello dell'inflazione nella fase in corso e la vicinanza dei tassi allo zero pongono un limite alla manovra monetaria. Lo stesso basso livello dell'inflazione impedisce che la

³⁸ 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.

politica monetaria assuma una connotazione così espansiva come accadde negli anni settanta, quando la sostenuta crescita dei prezzi seguita allo *shock* petrolifero del 1973 determinò valori fortemente negativi del tasso reale ben prima dell'inversione del ciclo economico. Nell'episodio in atto, 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 scorso anno, si è mantenuto su livelli contenuti, pur non registrando una forte riduzione.

Fig. 28 – Tassi reali



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

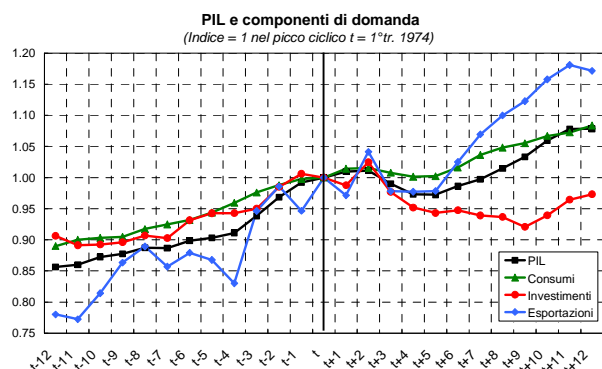
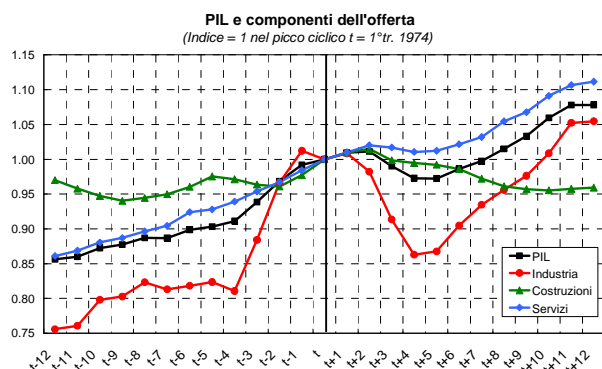
Nella valutazione della risposta della politica monetaria è peraltro importante tenere presenti gli **interventi di tipo quantitativo**. Nella prima parte del 1974, a causa dei forti aumenti dei corsi petroliferi dell'anno precedente, la Banca d'Italia, al fine di contrastare le pressioni inflazionistiche e riequilibrare il disavanzo della bilancia dei pagamenti, pose in essere l'inasprimento di vincoli amministrativi sugli impieghi,³⁹ 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 in corso, 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 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*).

³⁹ 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*.

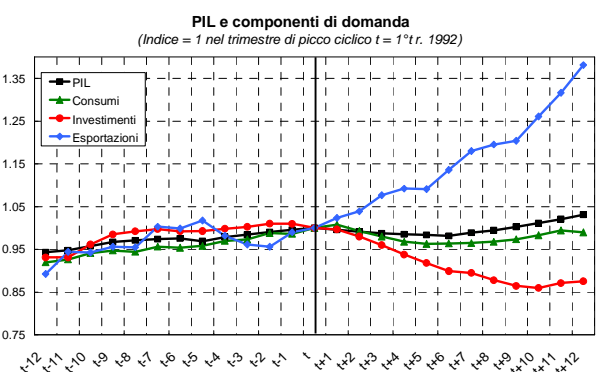
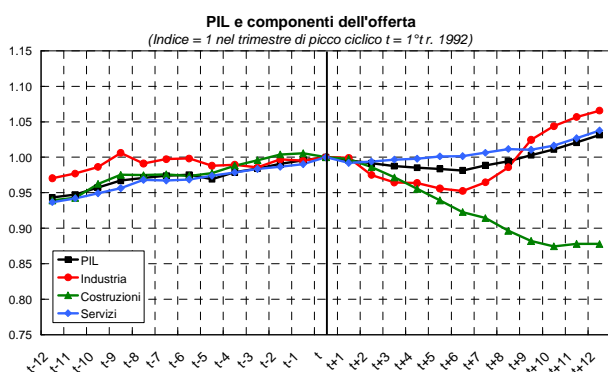
APPENDICE

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

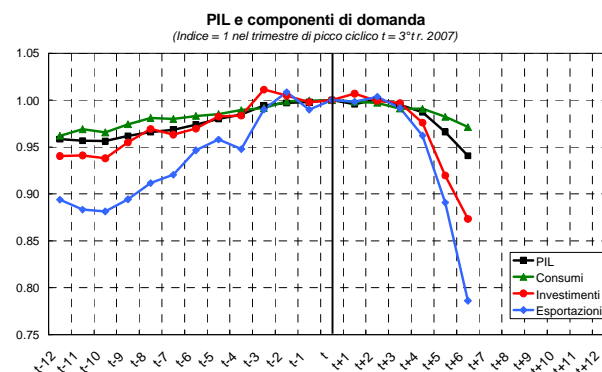
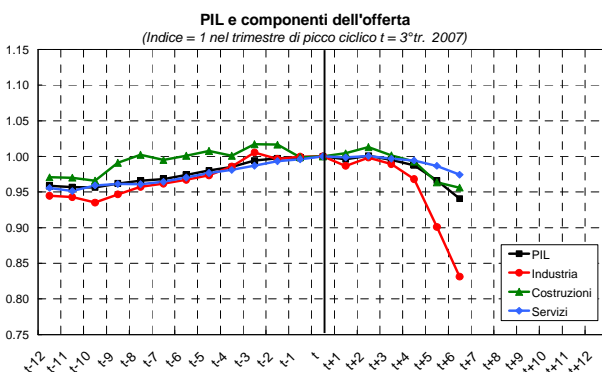
Recessione 1° trimestre 1974 – 2° trimestre 1975



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 in prossimità dell'avvio delle fasi recessive; non emerge una stabile caratterizzazione di alcuno di essi in termini di anticipo o di ritardo temporale rispetto al punto di massimo ciclico. Alle rapide contrazioni dell'industria e a quelle più gradualmente e prolungate delle costruzioni si affianca, come già rilevato nel testo del lavoro, una maggiore resistenza del comparto terziario agli effetti delle crisi.
- 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.

Intensità e durata delle crisi a confronto

	Contrazione percentuale trimestrale media			Contrazione percentuale cumulata			Durata delle contrazioni in trimestri			Trimestri necessari per recuperare i livelli pre-crisi		
	1974-75	Crisi del:		1974-75	Crisi del:		1974-75	Crisi del:		1974-75	Crisi del:	
		1992-93	2008 (1)		1992-93	2008 (1)		1992-93	2008 (1)		1992-93	2008 (1)
Lato dell'offerta												
PIL	-1,3	-0,3	-1,5	-3,8	-1,9	-6,0	3 (4q.74-2q.75)	6 (2q.92-3q.93)	4 (2q.08- ?)	6	9	-
<i>Val.agg. Industria in senso stretto</i>	-5,1	-0,8	-4,5	-14,4	-4,7	-16,7	3 (3q.74-1q.75)	6 (2q.92-3q.93)	4 (2q.08- ?)	9	9	-
<i>Val. agg. Costruzioni</i>	-0,8	-1,3	-1,4	-5,9	-13,0	-5,6	8 (4q.74-3q.76)	11 (1q.92-3q.94)	4 (2q.08- ?)	21	40	-
<i>Val. agg. Servizi</i>	-0,4	-0,8	-0,7	-0,9	-0,8	-2,6	2 (4q.74-1q.75)	1 (2q.92-2q.92)	4 (2q.08- ?)	4	5	-
Lato della domanda												
Consumi delle famiglie	-0,7	-1,1	-0,5	-1,4	-4,4	-2,9	2 (4q.74-1q.75)	4 (3q.92-2q.93)	5 (4q.07- ?)	4	19	-
<i>in beni non durevoli</i>	-0,5	-0,6	-0,7	-1,0	-1,9	-2,6	2 (4q.74-1q.75)	3 (3q.92-1q.93)	4 (2q.08- ?)	4	10	-
<i>in beni durevoli</i>	-2,2	-4,4	-2,1	-14,3	-23,5	-15,3	7 (4q.73-2q.75)	6 (3q.92-4q.93)	8 (2q.07- ?)	13	21	-
<i>in beni semidurevoli</i>	-1,5	-1,1	-3,3	-4,4	-7,3	-9,5	3 (3q.74-1q.75)	7 (2q.92-4q.93)	3 (3q.08- ?)	7	14	-
<i>in servizi</i>	<i>in crescita</i>	-0,6	0	<i>in crescita</i>	-1,2	0	<i>in crescita</i>	2 (2q.92-3q.92)	0	<i>in crescita</i>	7	-
Investimenti fissi lordi	-0,9	-2,5	-2,8	-8,5	-16,0	-13,3	10 (1q.74-2q.76)	7 (2q.92-4q.93)	5 (1q.08- ?)	22	23	-
<i>in abitazioni</i>	-1,7	-0,3	-1,8	-13,0	-3,8	-7,1	8 (4q.74-3q.76)	12 (3q.92-2q.95)	4 (2q.08- ?)	69	14	-
<i>in altre costruz.</i>	-1,2	-2,5	-2,2	-6,1	-26,5	-8,6	5 (3q.75-3q.76)	12 (4q.91-3q.94)	4 (2q.08- ?)	24	41	-
<i>in macch.attr.trasp.</i>	-2,7	-3,5	-6,8	-15,1	-22,1	-19,0	6 (1q.74-2q.75)	7 (2q.92-4q.93)	3 (3q.08- ?)	14	15	-
Esportazioni	-6,1	<i>in crescita</i>	-5,9	-6,1	<i>in crescita</i>	-21,7	1 (4q.74-1q.75)	<i>in crescita</i>	4 (2q.08- ?)	5	-	-

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Note: (1) Per la recessione in atto la durata e l'intensità delle contrazioni sono calcolate fino alla disponibilità dei dati al momento della redazione del Quaderno, al primo trimestre del 2009; essendo l'episodio ancora in corso, non si è in grado di indicare la data finale e nemmeno il numero di trimestri necessari per recuperare i livelli pre-crisi.

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 (2003), *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.
- Claessens S., M. A. Kose e M. E. Terrones (2008), *What Happens During Recessions, Crunches and Busts?*, IMF Working Paper No. 274.
- Fondo Monetario Internazionale (2008), *Financial Stress and Economic Downturns*, in "World Economic Outlook", ottobre.
- Fondo Monetario Internazionale (2009a), *From recession to recovery: how soon and how strong?*, in "World Economic Outlook", aprile.
- Fondo Monetario Internazionale (2009b), *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.
- OCSE (2009), *Economic Surveys - Italy*, giugno.
- 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 (2009), *The Aftermath of Financial Crises*, American Economic Review, Vol. 99(2), pp.466-472.
- 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.

ELENCO DEI NUMERI PIÙ RECENTI DI “QUESTIONI DI ECONOMIA E FINANZA” (*)

- N. 22 – *Il settore dei rifiuti urbani a 11 anni dal decreto Ronchi*, di Paolo Chiades e Roberto Torrini (settembre 2008).
- N. 23 – *Il servizio idrico in Italia: stato di attuazione della legge Galli ed efficienza delle gestioni*, di Michele Benvenuti e Elena Gennari (settembre 2008).
- N. 24 – *Il servizio di taxi e di noleggio con conducente dopo la riforma Bersani: un'indagine sulle principali città italiane*, di Chiara Bentivogli (settembre 2008).
- N. 25 – *Il project finance nei servizi pubblici locali: poca finanza e poco progetto?*, di Chiara Bentivogli, Eugenia Panicara e Alfredo Tidu (settembre 2008).
- N. 26 – *Le grandi imprese italiane dei servizi pubblici locali: vincoli, opportunità e strategie di crescita*, di Magda Bianco, Daniela Mele e Paolo Sestito (settembre 2008).
- N. 27 – *Domanda e offerta di servizi ospedalieri. Tendenze internazionali*, di Giovanni Iuzzolino (settembre 2008).
- N. 28 – *L'assistenza ospedaliera in Italia*, di Maurizio Lozzi (settembre 2008).
- N. 29 – *L'efficienza tecnica degli ospedali pubblici italiani*, di Alessandro Schiavone (settembre 2008).
- N. 30 – *Il difficile accesso ai servizi di istruzione per la prima infanzia in Italia: i fattori di offerta e di domanda*, di Francesco Zollino (settembre 2008).
- N. 31 – *Il debito pubblico italiano dall'Unità ad oggi. Una ricostruzione della serie storica*, di Maura Francese e Angelo Pace (ottobre 2008).
- N. 32 – *Il rischio dei mutui alle famiglie in Italia: evidenza da un milione di contratti*, di Emilia Bonaccorsi di Patti e Roberto Felici (ottobre 2008).
- N. 33 – *New policy challenges from financial integration and deepening in the emerging areas of Asia and Central and Eastern Europe*, di Valeria Rolli (ottobre 2008).
- N. 34 – *La banda larga in Italia*, di Emanuela Ciapanna e Daniele Sabbatini (ottobre 2008).
- N. 35 – *Emerging market spreads in the recent financial turmoil*, di Alessio Ciarlone, Paolo Piselli e Giorgio Trebeschi (novembre 2008).
- N. 36 – *Remote processing of firm microdata at the bank of Italy*, di Giuseppe Bruno, Leandro D'Aurizio e Raffaele Tartaglia-Polcini (dicembre 2008).
- N. 37 – *Stress testing credit risk: a survey of authorities' approaches*, di Antonella Foglia (dicembre 2008).
- N. 38 – *Assessing the vulnerability of emerging Asia to external demand shocks: the role of China*, di Daniela Marconi e Laura Painelli (febbraio 2009).
- N. 39 – *Il sistema portuale italiano: un'indagine sui fattori di competitività e di sviluppo*, di Enrico Beretta, Alessandra Dalle Vacche e Andrea Migliardi (febbraio 2009).
- N. 40 – *La giustizia civile in Italia: i divari territoriali*, di Amanda Carmignani e Silvia Giacomelli (febbraio 2009).
- N. 41 – *Private equity and venture capital in Italy*, di Chiara Bentivogli, Amanda Carmignani, Diana Marina Del Colle, Roberto Del Giudice, Massimo Gallo, Andrea Generale, Anna Gervasoni, Massimiliano Rigon, Paola Rossi, Enrico Sette e Bruna Szegö (febbraio 2009).
- N. 42 – *Seasonal adjustment of bank deposits and loans*, di Andrea Silvestrini (marzo 2009).
- N. 43 – *Assessing the allocation of Italian foreign aid*, di Claudia Maurini e Riccardo Settimo (marzo 2009).
- N. 44 – *Financial sector pro-cyclicality: lessons from the crisis*, di Fabio Panetta, Paolo Angelini (coordinatori), Ugo Albertazzi, Francesco Columba, Wanda Cornacchia, Antonio Di Cesare, Andrea Pilati, Carmelo Salleo e Giovanni Santini (aprile 2009).
- N. 45 – *Rapporto sulle tendenze nel sistema produttivo italiano*, di Andrea Brandolini e Matteo Bugamelli (coordinatori), Guglielmo Barone, Antonio Bassanetti, Magda Bianco, Emanuele Breda, Emanuela Ciapanna, Federico Cingano, Francesco D'Amuri, Leandro D'Aurizio, Virginia Di Nino, Stefano Federico, Andrea Generale, Federica Lagna, Francesca Lotti, Giuliana Palumbo, Enrico Sette, Alessandra Staderini, Bruna Szego, Roberto Torrini, Roberta Zizza, Francesco Zollino e Stefania Zotteri (aprile 2009).

* La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.