



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano:  
un'analisi controfattuale per l'economia italiana

di Fabio Buseti e Pietro Cova

Settembre 2013

Numero

201





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano:  
un'analisi controfattuale per l'economia italiana

di Fabio Buseti e Pietro Cova

Numero 201 – Settembre 2013

*La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.*

*La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.*

*La serie è disponibile online sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).*

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

*Stampato presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*

# L'IMPATTO MACROECONOMICO DELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO: UN'ANALISI CONTROFATTUALE PER L'ECONOMIA ITALIANA

di Fabio Busetti\* e Pietro Cova\*

## Sommario

Il lavoro analizza l'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano, stimando il contributo dei principali fattori alla base degli impulsi recessivi che hanno investito l'economia italiana a partire dalla seconda metà del 2011. Mediante un'analisi controfattuale realizzata con l'ausilio del modello econometrico della Banca d'Italia, si valuta che: (i) rispetto a uno scenario di "assenza di crisi", la perdita di PIL ammonterebbe complessivamente a circa 6,5 punti percentuali nel biennio 2012-13; (ii) la caduta degli investimenti rifletterebbe in misura preponderante il peggioramento delle condizioni di finanziamento, mentre la contrazione dei consumi deriverebbe soprattutto dall'impatto sul reddito disponibile delle manovre di finanza pubblica e dagli effetti dell'incertezza e del calo della fiducia; (iii) diversamente dalla recessione del 2008-09, durante la crisi del debito sovrano il deterioramento dell'attività economica sarebbe prevalentemente ascrivibile a fattori di origine interna, che spiegherebbero circa due terzi della discesa del PIL.

**Classificazione JEL:** E27, E37, E65, F34.

**Parole chiave:** fluttuazioni cicliche, simulazioni, crisi finanziaria, prestiti internazionali e problemi del debito, economia italiana.

## Indice

1. Introduzione e principali risultati.....	5
2. L'impatto della crisi del debito sovrano sull'economia italiana: differenze negli andamenti macroeconomici rispetto alle stime pre-crisi .....	6
2.1 L'evoluzione della crisi del debito sovrano.....	6
2.2 Le ripercussioni sull'economia italiana .....	8
2.3 Lo scenario controfattuale: scostamenti tra andamenti effettivi e stime pre-crisi .....	9
3. Il contributo dei principali fattori .....	11
3.1 I tassi di interesse e gli spread sovrani .....	13
3.2 Le condizioni di accesso al credito.....	14
3.3 Le manovre di finanza pubblica .....	15
3.4 Lo scenario internazionale.....	16
3.5 L'incertezza e la fiducia di famiglie e imprese.....	17
4. Un confronto con la recessione del 2008-09 .....	19
5. Conclusioni .....	20
Bibliografia.....	21

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi di congiuntura e politica monetaria. E-mail: [fabio.busetti@bancaditalia.it](mailto:fabio.busetti@bancaditalia.it), [pietro.cova@bancaditalia.it](mailto:pietro.cova@bancaditalia.it).



## 1. Introduzione e principali risultati<sup>1</sup>

Nell'arco di un quinquennio l'economia italiana si è trovata ad affrontare due recessioni di gravità eccezionale. La crisi finanziaria internazionale, culminata con il dissesto della banca d'affari Lehman Brothers, si è tradotta in una riduzione del PIL dell'Italia di circa il 7 per cento nel biennio 2008-09. Ne è seguita una ripresa di moderata intensità e breve durata, bruscamente interrotta nella seconda parte del 2011 dall'ampliarsi delle tensioni sul debito sovrano e dall'aggravarsi delle preoccupazioni degli investitori riguardo la tenuta stessa dell'architettura europea. L'attività economica nel nostro paese è quindi tornata a scendere a ritmi elevati, così come la fiducia delle famiglie, con un tasso di disoccupazione in aumento di oltre 2 punti percentuali nell'arco di pochi trimestri. Alla fine del 2012 il livello del PIL dell'Italia era ancora inferiore di quasi l'8 per cento rispetto ai valori di 5 anni prima, gli investimenti più bassi del 24 per cento.

In questo lavoro analizziamo le ripercussioni sull'economia italiana di questa seconda crisi, legata al drastico cambiamento della percezione dei mercati sulla solvibilità degli emittenti sovrani nell'area dell'euro, stimando uno alla volta l'impatto dei diversi fattori che hanno contribuito al deterioramento dell'attività produttiva; un'analisi paragonabile alla nostra, ma relativa alla recessione del 2008-09, è contenuta in Caivano, Rodano e Siviero (2010).

Per misurare gli effetti della crisi sul PIL e sulle altre principali variabili macroeconomiche si utilizza un approccio controfattuale. In particolare, gli sviluppi effettivamente osservati vengono paragonati, con l'ausilio del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia, con quelli desunti da uno scenario fittizio corrispondente all'ipotesi di 'assenza di crisi'. Rispetto a questo scenario si valuta che la perdita di PIL ammonti complessivamente a circa 6,5 punti percentuali nel biennio 2012-13<sup>2</sup>. Al deterioramento dell'attività economica avrebbe contribuito in misura sostanziale, oltre al peggioramento delle condizioni di finanziamento e alle misure restrittive di bilancio indotte dall'estendersi della crisi del debito sovrano all'economia italiana, anche il rallentamento del ciclo internazionale, che nel biennio avrebbe sottratto circa 2 punti percentuali alla crescita del prodotto. Tra le componenti della domanda aggregata, la caduta degli investimenti avrebbe riflesso in misura preponderante il peggioramento delle condizioni di finanziamento, mentre la contrazione dei consumi delle famiglie sarebbe derivata soprattutto dall'impatto sul reddito disponibile delle manovre di finanza pubblica e dagli effetti dell'incertezza e del calo della fiducia sulle decisioni di spesa.

La valutazione del contributo dei canali di trasmissione della crisi proposta in questo lavoro è basata su un modello complessivo dell'economia italiana e tiene pertanto conto in maniera coerente delle interrelazioni tra i comportamenti dei diversi agenti economici – famiglie, imprese, pubblica amministrazione. Essa va tuttavia interpretata con cautela, in quanto i diversi fattori qui trattati come a sé stanti (anche a fini di chiarezza espositiva) sono invece almeno in parte interconnessi: parte del deterioramento della fiducia e dell'aumento dell'incertezza è infatti ascrivibile all'aumento degli spread sovrani; analogamente, il rallentamento del commercio internazionale è parzialmente attribuibile al consolidamento fiscale, dal momento che politiche di bilancio restrittive sono state perseguite in altri paesi europei simultaneamente al nostro. Un ulteriore motivo di cautela risiede nell'impossibilità di tenere conto, con il modello utilizzato, di tutti gli effetti associati ai diversi canali di trasmissione della crisi. In particolare, le manovre di finanza pubblica, a fronte dell'impatto diretto qui riportato, hanno verosimilmente contribuito a evitare aumenti ancor più elevati degli spread e un più forte deterioramento delle condizioni del credito, i cui costi in termini di PIL sarebbero stati ben superiori a quanto effettivamente osservato.

---

<sup>1</sup> Le opinioni qui espresse sono degli autori e non impegnano l'Istituto di appartenenza.

<sup>2</sup> La valutazione dell'impatto della crisi nel 2013 si basa sulle proiezioni macroeconomiche pubblicate in *Bollettino economico*, n. 73, 2013.

Il resto del lavoro è organizzato come segue: nel secondo paragrafo si ripercorrono brevemente i principali passaggi della crisi e si definisce lo scenario controfattuale rispetto al quale valutare l'impatto sul PIL e sulle altre principali variabili; nel terzo si stimano separatamente i contributi dei diversi fattori al deterioramento del quadro macroeconomico nel biennio 2012-13; nel quarto si confrontano queste stime con quelle relative alla crisi finanziaria del 2008-09; seguono le conclusioni.

## **2. L'impatto della crisi del debito sovrano sull'economia italiana: differenze negli andamenti macroeconomici rispetto alle stime pre-crisi**

### *2.1 L'evoluzione della crisi del debito sovrano*

A fini espositivi possiamo suddividere l'evoluzione della crisi del debito sovrano in tre diverse fasi; la ricostruzione qui proposta trae spunto dai lavori di Rossi (2012) e Visco (2013) a cui si rimanda per maggiori dettagli.

L'attenzione degli investitori internazionali al rischio sovrano nell'area dell'euro si intensifica nella primavera del 2010, quando la Grecia – a fronte del dissesto dei conti pubblici e dell'impossibilità di collocare i propri titoli sul mercato – si vede costretta a ricorrere all'aiuto dell'Unione europea e del Fondo monetario internazionale. In rapida successione la crisi debitoria si estende, per motivi diversi, prima all'Irlanda (novembre 2010) e poi al Portogallo (aprile 2011), a loro volta destinatarie del medesimo tipo di programmi di aggiustamento macroeconomico<sup>3</sup>. Durante questa *prima fase* della crisi lo spread dei titoli a 10 anni italiani rispetto ai corrispettivi titoli tedeschi rimane relativamente stabile (in media intorno ai 150 punti base), sostanzialmente in linea con i fondamentali macroeconomici tipicamente individuati in letteratura<sup>4</sup> (fig. 1).

A partire dal luglio del 2011, con l'annuncio del secondo piano di assistenza alla Grecia che prevede il coinvolgimento degli investitori privati nella ristrutturazione del debito sovrano ellenico (il cosiddetto *Private Sector Involvement*, PSI), la crisi si inasprisce e si avvia una *seconda fase*. Nonostante le rassicurazioni circa l'unicità del PSI<sup>5</sup>, da quel momento gli spread rispetto alla Germania di tutte le economie periferiche, tra cui anche l'Italia, aumentano in maniera sostanziale e diventano molto più volatili. Per l'Italia pesano l'elevato debito pubblico, cui gli investitori dedicano crescente attenzione, e le prospettive di bassa crescita. Il differenziale con i titoli di stato tedeschi sale fino a raggiungere il picco di 550 punti base nel novembre del 2011 (con tassi di interesse che oltrepassano il 7% per le scadenze pari o superiori all'anno); aumenta nel contempo anche lo spread nei confronti degli altri paesi periferici, quali ad esempio la Spagna. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro rispetto al Bund tedesco raggiungono nuovi massimi, dall'introduzione dell'euro, anche in Grecia, Portogallo, Spagna, Belgio e Francia, nonostante gli ingenti acquisti di titoli di Stato effettuati dalla BCE nell'ambito del Securities

---

<sup>3</sup> Nel caso dell'Irlanda la crisi è inizialmente riconducibile alla forte caduta delle quotazioni degli immobili, cresciute per un lungo periodo a ritmi insostenibili, e al conseguente repentino peggioramento della solidità patrimoniale del settore bancario. La crisi bancaria si è riverberata in un rapido peggioramento delle finanze pubbliche e un innalzamento degli *stock* di debito da livelli di partenza piuttosto contenuti. Nel caso del Portogallo, hanno inciso i problemi di competitività, responsabili del forte squilibrio nei conti con l'estero, e l'elevato grado di indebitamento delle famiglie.

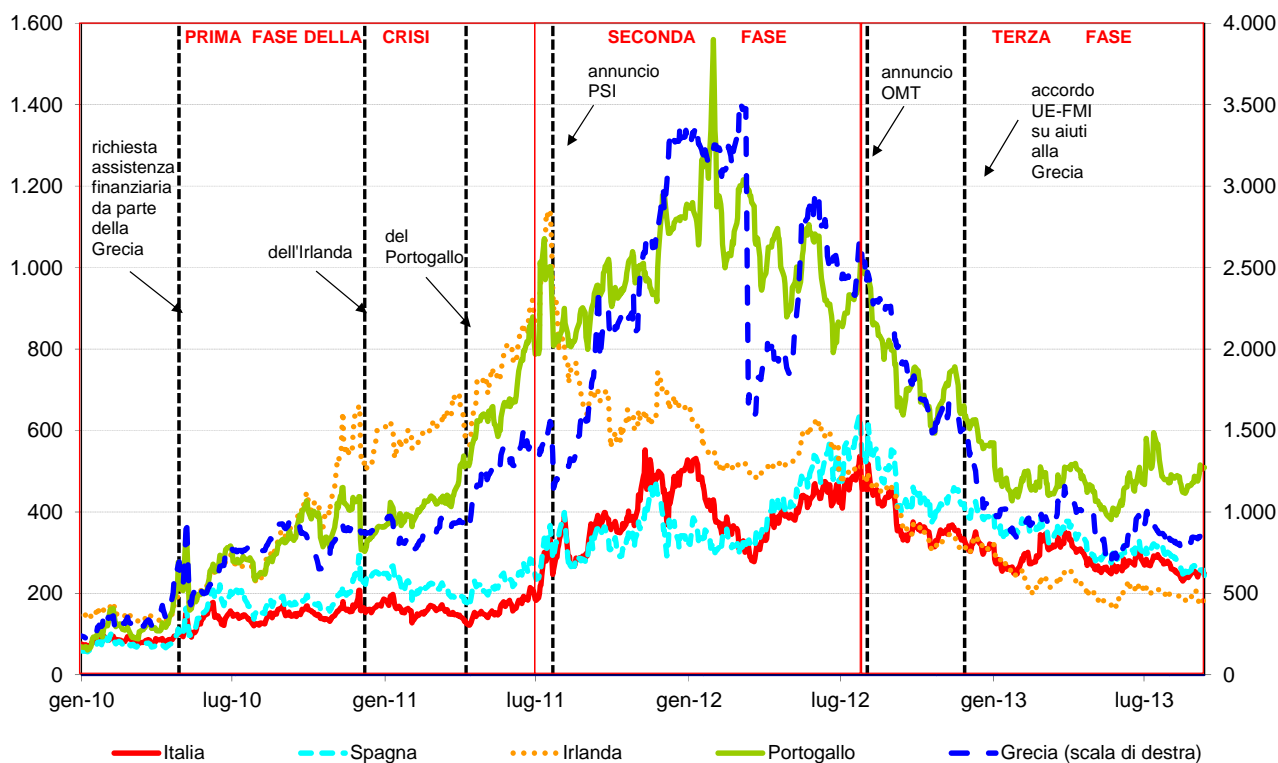
<sup>4</sup> Per un'analisi del legame tra l'andamento dei differenziali d'interesse a dieci anni con la Germania dell'Italia e di altri paesi dell'area dell'euro e i principali fondamentali fiscali e macroeconomici si veda Di Cesare *et al.* (2012) "Stime recenti dei premi per il rischio sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro (*Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*)", *Questioni di Economia e Finanza* n. 128.

<sup>5</sup> Al punto 6 della dichiarazione finale del Consiglio europeo del 21 luglio 2011 si afferma: "Relativamente al nostro approccio generale al coinvolgimento del settore privato nella zona euro, teniamo a precisare che la Grecia necessita di una soluzione eccezionale e senza uguali."



Markets Programme<sup>6</sup>. Le tensioni si riducono sul finire del 2011, dopo l'annuncio di nuove, incisive misure correttive del bilancio pubblico<sup>7</sup>, e nei primi mesi del 2012 soprattutto grazie alle misure di sostegno della liquidità varate dalla BCE<sup>8</sup>.

**Figura 1. Differenziali di rendimento sui titoli di stato**  
(punti base; dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg. Note: differenziali tra i rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni dei paesi indicati in legenda e quelli tedeschi.

Un nuovo aumento delle tensioni sui titoli sovrani, che questa volta investe prevalentemente la Spagna, si verifica però a partire da marzo del 2012, quando emergono delle incertezze circa lo stato delle istituzioni finanziarie di quel paese. Contestualmente all'ulteriore deterioramento delle condizioni macroeconomiche in Grecia, si accentuano tra gli investitori internazionali dei timori di reversibilità dell'unione monetaria (il cosiddetto "rischio di ridenominazione"). Il tasso sui titoli di Stato a scadenza decennale dell'Italia ritorna su livelli molto elevati, collocandosi intorno al 6%,

<sup>6</sup> Il programma di acquisti dei titoli di debito del settore pubblico, il *Securities Markets Programme* (SMP), è stato introdotto dal Consiglio Direttivo il 10 maggio del 2010, per far fronte al malfunzionamento che si era prodotto in determinati segmenti dei mercati dei titoli suddetti e ripristinarne lo spessore e la liquidità, garantendo in questo modo l'efficace e omogenea trasmissione della politica monetaria nel complesso dell'area dell'euro. Con l'introduzione a inizio settembre del 2012 delle c.d. operazioni definitive monetarie (OMT), l'SMP è stato contestualmente terminato. Per maggiori dettagli si veda il *Bollettino economico*, n. 70, 2012 e in particolare il riquadro ivi contenuto: *Le operazioni definitive monetarie della BCE*.

<sup>7</sup> La manovra approvata dal Parlamento il 22 dicembre – la terza correzione da luglio del 2011 dei conti pubblici per il triennio 2012-14 – mirava a rispettare l'impegno, assunto in ambito europeo, di conseguire il pareggio di bilancio nel 2013.

<sup>8</sup> Nel dicembre del 2011 e nel febbraio del 2012 l'Eurosistema ha condotto due operazioni di rifinanziamento a tre anni al tasso fisso dell'1,0 per cento e con pieno soddisfacimento della domanda; sono stati inoltre ampliati i requisiti di stanzialità del collaterale ed è stato dimezzato il coefficiente di riserva obbligatoria. L'ammontare netto di fondi immessi nel sistema è stato pari a circa 500 miliardi e ha raggiunto direttamente un elevato numero di banche.

anche se lo spread nei confronti della Spagna torna negativo, in media pari a 50 punti base tra marzo e luglio del 2012.

Per fronteggiare la frammentazione lungo linee nazionali dei mercati bancari e finanziari dell'area dell'euro, che impedisce la corretta trasmissione della politica monetaria, il Consiglio direttivo della BCE annuncia, nell'agosto del 2012, nuove modalità di intervento sul mercato secondario dei titoli di Stato (le c.d. operazioni definitive monetarie, OMT<sup>9</sup>), volte a rassicurare gli investitori dell'irreversibilità della moneta unica<sup>10</sup>. Comincia di fatto una *terza fase* nell'evoluzione della crisi del debito caratterizzata da una decisa riduzione dei rischi sovrani, che riflette anche la prospettiva dell'Unione bancaria nonché il ridimensionamento dei timori di contagio indotto dalla definizione degli interventi in favore del sistema bancario spagnolo.

## 2.2 Le ripercussioni sull'economia italiana

L'economia italiana entra in recessione nel secondo semestre del 2011, con l'inizio della *seconda fase* della crisi. Il repentino e drastico aumento del differenziale tra il rendimento dei BTP decennali e quello dei corrispondenti titoli tedeschi ha ricadute negative sulla capacità di raccolta, sulle valutazioni di borsa degli intermediari e di conseguenza sulle condizioni del credito (per una discussione, Gaiotti (2012)). Tra la metà di settembre e la prima decade di ottobre le tre principali agenzie di rating (*Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch Ratings*) riducono il merito di credito dell'Italia e di diversi istituti bancari, con prospettive negative<sup>11</sup>. Aumentano, molto più che nei principali paesi europei, i differenziali di rendimento tra le obbligazioni emesse da società non finanziarie italiane con elevato merito di credito e i titoli di Stato dell'area dell'euro considerati più sicuri (di circa 200 punti base); si irrigidiscono i criteri di erogazione dei prestiti alle imprese (fig. 2). Rispondendo al rischio di una crisi di liquidità dalle conseguenze potenzialmente molto gravi, il Governo vara due manovre correttive dei conti pubblici per il quadriennio 2011-14, anticipando di un anno, al 2013, il pareggio di bilancio concordato in sede europea<sup>12</sup>.

Il PIL scende dello 0,1% e dello 0,7% rispettivamente nel terzo e quarto trimestre del 2011; peggiorano le condizioni sul mercato del lavoro, interrompendo il recupero dell'occupazione in atto dall'ultimo trimestre del 2010.

Lo scenario macroeconomico non muta in maniera sostanziale nella prima parte del 2012, nonostante i miglioramenti sui mercati finanziari seguiti agli interventi dell'Eurosistema a sostegno della liquidità, ai provvedimenti del Governo in materia di finanza pubblica e di riforme strutturali (liberalizzazione, stimolo dell'attività economica e riforma del mercato del lavoro) e alle decisioni prese dai Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro e dal Consiglio europeo di fine giugno<sup>13</sup>. Le tensioni sul debito sovrano continuano a influire sulle difficoltà di raccolta all'ingrosso delle banche

---

<sup>9</sup> Le modalità operative delle OMT verranno poi definite dal Consiglio direttivo nella successiva riunione, tenutasi il 6 settembre del 2012; sono descritte in dettaglio nel riquadro: *Le operazioni definitive monetarie della BCE*, in *Bollettino economico*, n. 70, 2012.

<sup>10</sup> Testualmente, nel suo intervento alla Global Investment Conference, tenutasi a Londra il 26 luglio 2012, il Presidente della BCE afferma "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough."

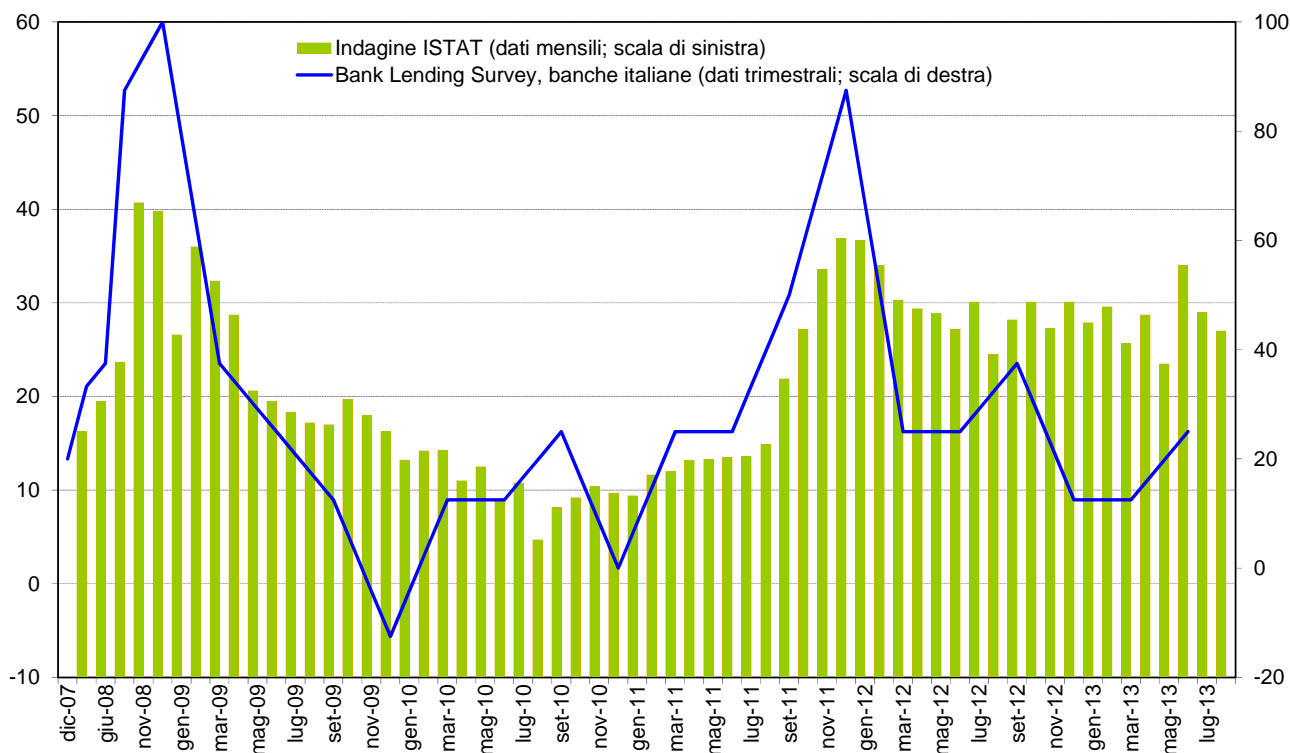
<sup>11</sup> Le agenzie di rating ridurranno il merito di credito dell'Italia e delle principali banche anche in altre occasioni susseguenti. Complessivamente, dall'inizio della crisi debitoria europea alla seconda decade di luglio del 2013, il rating sul debito pubblico italiano è stato abbassato di quattro "notch" dall'agenzia *Standard&Poor's* (da A+ a BBB), di quattro da *Fitch* (da AA- a BBB+) e di sei "notch" da *Moody's* (da Aa2 a Baa2).

<sup>12</sup> Le manovre sono descritte nel riquadro: *Le manovre di finanza pubblica approvate nell'estate 2011*, in *Bollettino economico*, n. 66, 2011.

<sup>13</sup> Per maggiori dettagli sui principali provvedimenti del Governo e sulle decisioni dell'Eurogruppo e del Consiglio europeo si rimanda ai riquadri: *La manovra correttiva approvata nel dicembre 2011*, in *Bollettino economico*, n. 67, 2012; *I provvedimenti in materia di liberalizzazioni e semplificazioni*, in *Bollettino economico*, n. 68, 2012; *Le decisioni dell'Euro Summit e del Consiglio Europeo del 28 e 29 giugno 2012*, in *Bollettino Economico*, n. 69, 2012.

italiane, mentre il deterioramento dell'attività economica incide negativamente sulla qualità del credito. I premi per il rischio richiesti sui finanziamenti alle imprese e alle banche italiane diminuiscono rispetto ai picchi raggiunti alla fine del 2011, ma permangono su livelli storicamente elevati. Si accentua la debolezza dell'occupazione e dei redditi reali, nonché la caduta della fiducia delle famiglie, presumibilmente anche per effetto delle manovre di bilancio. Nella media del 2012 il PIL scende del 2,4 per cento, con contrazioni di eccezionale intensità dei consumi (4,3) e degli investimenti (8,0).

**Figura 2. Restrizioni nelle condizioni di accesso al credito**



Fonti: Banca d'Italia e ISTAT.

La fase recessiva si attenua temporaneamente nell'estate del 2012. Le azioni dell'Eurosistema si traducono in una forte discesa dei rendimenti dei titoli di Stato su tutte le scadenze e di quelli delle obbligazioni emesse da banche e imprese. Si stabilizzano le condizioni di accesso al credito del settore privato, che tuttavia rimangono restrittive.

La discesa dell'attività economica prosegue nella prima metà del 2013, ma a ritmi meno intensi di quelli medi dell'anno precedente. Secondo le valutazioni formulate nell'estate del 2013 dalla Banca d'Italia e dagli altri principali previsori, una ripresa dell'attività economica potrebbe avviarsi nella seconda parte dell'anno, sia pure in maniera graduale e con ampi margini di incertezza. Secondo queste stime, in media d'anno il PIL si ridurrebbe di poco meno del 2 per cento nel 2013 e tornerebbe a espandersi a ritmi moderati nel 2014.

### 2.3 Lo scenario controfattuale: scostamenti tra andamenti effettivi e stime pre-crisi

Al fine di valutare l'impatto della crisi del debito sovrano sul PIL e sulle altre principali variabili macroeconomiche, utilizziamo un approccio controfattuale, nel quale si paragonano gli sviluppi effettivamente osservati con quelli di uno scenario fittizio costruito sulla base dell'ipotesi di assenza

di crisi<sup>14</sup>. Gli andamenti controfattuali (e quindi la valutazione degli scostamenti tra questi e quelli osservati) sono stati realizzati con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia (METBI)<sup>15</sup>.

Le principali ipotesi alla base dello scenario controfattuale sono le seguenti: (1) La domanda estera – ponderata per i mercati di sbocco delle esportazioni – cresce di circa il 7% all'anno nel biennio 2012-13, un ritmo in linea con quello medio osservato nel decennio precedente alla crisi finanziaria globale; (2) il tasso di cambio è mantenuto fisso al livello medio osservato tra la fine di giugno e i primi di luglio del 2011, pari a 1,43 dollari per euro; (3) l'andamento dei corsi petroliferi è ricavato dalle quotazioni medie dei contratti futures di quel periodo (113,2 dollari al barile nel 2012 e 110,9 l'anno successivo); (4) l'evoluzione dei tassi di interesse sui titoli di stato italiani riflette le aspettative dei mercati in quel periodo, coerenti con un graduale aumento dei rendimenti sull'orizzonte previsivo e uno spread BTP-BUND pressoché costante, pari a circa 200 punti base per la scadenza decennale; (5) le varie misure di correzione dei conti pubblici disposte a partire dall'estate del 2011 non sono ovviamente incluse. Ulteriori dettagli sulle ipotesi controfattuali in relazione agli andamenti effettivi sono forniti nel paragrafo successivo.

**Tavola 1. Quadro macroeconomico dell'Italia e scenario controfattuale**

		Andamenti effettivi				Scenario Controfattuale		Scostamenti (5)	
		2010	2011	2012	2013 P (4)	2012	2013	2012	2013
Prodotto interno lordo	(1)	1,7	0,5	-2,4	-1,9	1,1	1,3	-3,5	-3,2
Importazioni di beni e servizi	(1)	12,3	1,1	-7,8	-3,1	4,8	4,9	-12,6	-8,0
Esportazioni di beni e servizi	(1)	11,2	6,6	2,2	0,2	5,3	5,2	-3,1	-5,0
Consumi finali nazionali famiglie	(1)	1,5	0,1	-4,3	-2,3	0,9	1,0	-5,2	-3,3
Investimenti fissi lordi	(1)	0,7	-1,3	-8,0	-6,2	2,9	2,9	-10,9	-9,1
IPCA	(1)	1,6	2,9	3,3	1,5	1,9	1,8	1,4	-0,3
Competitività export	(1)	4,8	0,8	3,5	-2,2	-1,4	-1,2	4,9	-1,0
Saldo di conto corrente B.P./PIL	(2)	-3,5	-3,1	-0,7	0,6	-3,4	-3,0	2,7	3,6
Tasso medio BOT a 1 anno	(3)	1,3	3,2	2,3	1,1	2,4	2,8	-0,1	-1,7
Tasso medio lordo sui BTP	(3)	3,4	4,9	4,6	4,0	5,2	5,5	-0,6	-1,5
Domanda estera ponderata	(1)	13,0	6,1	1,9	1,6	7,4	7,1	-5,5	-5,5
Dollaro/euro	(3)	1,33	1,39	1,29	1,31	1,43	1,43	-10,4	-8,4
Prezzo del greggio Brent	(3)	79,6	111,0	112,0	105,4	113,2	110,9	-1,2	-5,5

(1) Variazioni percentuali.

(2) In rapporto al PIL; valori percentuali.

(3) Medie annue.

(4) I dati relativi al 2013 corrispondono allo scenario previsivo pubblicato nel Bollettino economico n. 73, luglio 2013.

(5) Differenze tra 'andamenti effettivi' e 'scenario controfattuale'; per il cambio euro/dollaro si riporta il deprezzamento percentuale rispetto allo scenario controfattuale.

Fonti: Istat e elaborazioni Banca d'Italia.

<sup>14</sup> I limiti e le potenzialità di questo tipo di analisi sono discussi in Caivano, Rodano e Siviero (2010).

<sup>15</sup> Il modello contiene circa 800 equazioni, di cui quasi 100 stocastiche, con una descrizione articolata sia del settore privato, sia della finanza pubblica. Nel breve periodo, la dinamica dell'attività economica è determinata dall'evoluzione della domanda aggregata, tenendo conto delle rigidità nei meccanismi di formazione dei prezzi e dei salari; nel lungo periodo prevalgono i fattori di offerta e la crescita economica è il risultato dell'accumulazione di capitale, della produttività e degli andamenti demografici. Per una descrizione dettagliata della struttura del modello econometrico, si veda Banca d'Italia (1986); una esposizione sintetica di una versione più recente del modello è contenuta in Terlizze (1994) e in Buseti, Locarno e Monteforte (2005).

La simulazione controfattuale (tav. 1), costruita con il METBI, è coerente con gli scenari previsivi che erano stati formulati dalle principali organizzazioni internazionali nella primavera del 2011, antecedentemente all'inasprirsi della crisi del debito (l'inizio della *seconda fase* nella ricostruzione qui proposta). In questo scenario la crescita del PIL dell'Italia nel 2012 è pari all'1,1 per cento, in linea con la previsione pubblicata nel *Bollettino economico* della Banca d'Italia di luglio 2011; nel 2013 vi è una ulteriore lieve accelerazione dell'attività economica, all'1,3 per cento.

Nel complesso, rispetto a questo scenario di assenza di crisi la dinamica effettiva del PIL nel biennio 2012-13 è stata inferiore complessivamente di 6,7 punti percentuali (tav. 1).<sup>16</sup> La crisi si è riflessa prevalentemente in un crollo della domanda interna, con uno scostamento complessivo dal controfattuale pari a 8,5 punti percentuali per i consumi e 20 per gli investimenti; sono scese sia le esportazioni, sia - in misura nettamente più accentuata - le importazioni. La forte contrazione delle importazioni, che ha in larga parte riflesso la caduta della domanda interna, ha più che compensato il calo delle vendite all'estero derivante dal rallentamento dello scenario internazionale (pari a 11 punti percentuali per la domanda estera pesata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni), portando a un miglioramento del conto corrente della bilancia dei pagamenti (oltre 6 punti percentuali di PIL).

### 3. Il contributo dei principali fattori

Presentiamo i risultati di alcune simulazioni effettuate con il modello econometrico nelle quali si stima il contributo dei principali fattori responsabili del deterioramento del quadro macroeconomico nel biennio 2012-13. Consideriamo i seguenti fattori: (A) i costi di finanziamento per il settore privato, su cui incide il forte aumento degli spread sui titoli di Stato; (B) la difficoltà di accesso al credito per le imprese, derivante in larga misura dalle tensioni sulla raccolta bancaria all'ingrosso; (C) gli effetti delle manovre di risanamento dei conti pubblici; (D) il peggioramento dello scenario internazionale; (E) i riflessi dell'incertezza e del calo della fiducia di famiglie e imprese. Un aspetto che qui non viene identificato separatamente (ma che è ricompreso nei fattori A e B) è l'effetto delle misure "non convenzionali" di politica monetaria adottate dall'Eurosistema a fronte della crisi<sup>17</sup>, che di fatto hanno contribuito a contenere il peggioramento delle condizioni di finanziamento; escludendo tali misure, l'impatto dei fattori (A) e (B) sul PIL risulterebbe decisamente più elevato.

La tavola 2 presenta le nostre stime dell'impatto dei diversi fattori sulle principali variabili macroeconomiche dell'Italia<sup>18</sup>. Per ciascun fattore gli effetti sono calcolati come differenza tra i valori (in termini di tassi di crescita annui) dello scenario controfattuale 'pre-crisi' e quelli di una simulazione alternativa che tiene conto dell'evoluzione effettiva solo di quel fattore, tenendo tutti gli altri sui valori dello scenario controfattuale. I dettagli sul disegno e sui risultati di ciascuna simulazione sono descritti nei paragrafi 3.1-3.5 seguenti. La componente residuale (F) riportata nella tavola coglie la parte non spiegata della scomposizione, riconducibile soprattutto alle variazioni intercorse nelle stime dei parametri del modello e alle revisioni storiche dei dati di contabilità nazionale normalmente effettuate dall'ISTAT.<sup>19</sup>

<sup>16</sup> Per semplicità di esposizione, per il 2013 trattiamo come dati osservati le previsioni formulate nel *Bollettino economico*, n. 73, 2013.

<sup>17</sup> Una quantificazione e un'analisi approfondita di questo tema sono in "Unconventional Monetary Policy, Credit Conditions and the Macroeconomy: A Focus on Italy 2011-12" di Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013).

<sup>18</sup> Questo tipo di scomposizione, per il PIL, è stato presentato in *Bollettino economico*, n. 71, 2013.

<sup>19</sup> I risultati per le principali variabili macroeconomiche nello scenario controfattuale (riga 'O' della tavola 2) e in quello effettivo (riga 'G') possono essere rappresentati dalla seguente relazione 'in forma ridotta'

$$y_t^i = f^i(y_{t-1}^i, \dots, y_{t-k}^i, x_t^i, \varepsilon_t^i, \vartheta^i), \quad i = O, G$$

**Tavola 2. Contributo dei fattori di crisi alla recessione del 2012-13**

	PIL		Consumi		Investimenti		Esportazioni		Importazioni		IPCA	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
<b>O. Scenario controfattuale</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
A. Tassi di interesse	-0,4	-0,1	-0,2	0,0	-2,9	-0,8	0,0	0,1	-1,2	0,2	0,0	0,0
di cui: spread sovrani	-0,8	-0,5	-0,7	-0,5	-3,7	-1,9	0,0	0,1	-1,5	-0,5	0,0	-0,1
B. Accesso al credito	-0,6	-0,4	-0,6	-0,4	-4,9	-3,0	0,0	0,0	-2,5	-1,0	0,0	-0,1
C. Finanza pubblica	-1,1	-1,2	-1,9	-1,9	-1,5	-1,8	0,0	0,0	-1,8	-1,6	0,8	0,0
D. Scenario internazionale	-0,7	-1,2	-0,5	-0,5	-0,9	-1,8	-3,8	-5,0	-3,7	-4,6	0,6	-0,2
E. Incertezza e fiducia	-0,6	-0,3	-1,6	-0,5	-1,4	-1,1	-0,1	0,0	-1,5	-0,6	0,0	-0,1
F. Componente residuale	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,7	-0,6	0,8	-0,1	-1,9	-0,4	0,0	0,1
<b>G. Andamenti effettivi*</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,2</b>	<b>2,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-7,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>1,5</b>
(G=O+A+B+C+D+E+F)												
Scostamenti complessivi (G-O)	-3,5	-3,2	-5,2	-3,3	-10,9	-9,1	-3,1	-5,0	-12,6	-8,0	1,4	-0,3

\* In corsivo: previsioni per il 2013 (Bollettino Economico n. 73, luglio 2013)

Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia.

In sintesi, alla recessione del biennio 2012-13 avrebbero contribuito in misura sostanziale non solo le condizioni di finanziamento dell'economia (A+B) e le misure restrittive di bilancio (C) indotte dall'estendersi della crisi all'economia italiana, ma anche gli effetti del deterioramento dello scenario internazionale (D) che avrebbe sottratto quasi 2 punti percentuali di crescita del PIL nel biennio; si stima inoltre un contributo non trascurabile, soprattutto nel 2012, derivante dall'incertezza e dal calo della fiducia di famiglie e imprese. Tra le componenti della domanda aggregata, gli investimenti sarebbero frenati in misura considerevole (11,6 punti percentuali nel biennio) dal peggioramento delle condizioni di finanziamento, mentre la discesa dei consumi delle famiglie rifletterebbe principalmente l'impatto sul reddito disponibile delle manovre di finanza pubblica e gli effetti dell'incertezza e del calo della fiducia sulle decisioni di spesa (complessivamente per quasi 6 punti percentuali). Sul calo delle esportazioni peserebbe il

in cui  $y_t^i$  sono le variabili 'endogene' del modello,  $x_t^i$  le variabili 'indipendenti' (o 'esogene' ai fini previsivi),  $\varepsilon_t^i$  gli shock e  $\mathcal{G}^i$  i parametri stimati della funzione  $f^i$ . I due scenari differiscono anche quanto alla forma funzionale e alle stime dei parametri dei modelli utilizzati: ciò è segnalato dal fatto che sia  $f$  sia  $\mathcal{G}$  sono differenziati sulla base dell'indice  $i$ . Inoltre, i dati storici di contabilità nazionale,  $y_{t-1}^i, \dots, y_{t-k}^i$ , utilizzati nella costruzione dello scenario controfattuale sono stati successivamente rivisti dall'ISTAT. La tavola contiene la disaggregazione dello scostamento complessivo tra i due scenari,  $y_t^G - y_t^O$ , nei contributi forniti dalle principali determinanti (A, B, C, D, E), ciascuna delle quali corrisponde a una variazione di un sottoinsieme di variabili esogene,  $x_t^G - x_t^O$ , o di shock,  $\varepsilon_t^G - \varepsilon_t^O$ . La scomposizione è in grado di spiegare quasi completamente lo scostamento del PIL e dell'inflazione tra i due scenari. Le discrepanze (F) che si osservano per alcune componenti del PIL sono riconducibili a tre ordini di motivi: (i) il modello è cambiato tra il luglio del 2011 (quando venne realizzato lo scenario 'O') e oggi; riportando tutte le variabili esogene e tutti gli shock ai valori di allora, i risultati per le variabili endogene non sono necessariamente gli stessi; (ii) il modello è nonlineare, cosicché la somma dei contributi delle varie determinanti degli scostamenti tra i due scenari non è necessariamente pari allo scostamento complessivo; (iii) le osservazioni passate delle variabili endogene,  $y_{t-1}^i, \dots, y_{t-k}^i$ , non sono oggi le stesse di quelle disponibili a luglio 2011 a seguito delle periodiche revisioni dei dati operate dall'ISTAT; in alcuni casi tali variazioni sono cospicue. Tale fattore rileva soprattutto per la scomposizione della dinamica nel 2012. In termini generali l'impatto delle revisioni dei dati di contabilità nazionale sugli errori di previsione dei modelli econometrici è analizzato in Busetti (2006).

simultaneo rallentamento degli scambi mondiali (D); la più marcata contrazione delle importazioni sarebbe invece attribuibile sia ai fattori ‘interni’ di crisi (A+B+C+E) sia agli effetti recessivi del peggioramento dello scenario internazionale (D).

La scomposizione presentata nella tavola è indicativa e va comunque valutata con cautela. Nella realtà i diversi fattori di rischio qui considerati come indipendenti possono invece essere in larga misura tra loro correlati. In particolare, parte del deterioramento della fiducia e dell’aumento dell’incertezza potrebbe essere *indirettamente* attribuibile al consolidamento fiscale, così come una quota del rallentamento del commercio internazionale, dal momento che politiche di bilancio restrittive sono state perseguite simultaneamente in più paesi. D’altro canto le manovre di consolidamento fiscale, a fronte dei loro effetti *diretti* riportati nella tavola, hanno verosimilmente contribuito a evitare ulteriori aumenti degli spread e delle condizioni restrittive di offerta del credito, i cui costi in termini di PIL sarebbero stati più elevati di quanto effettivamente osservato.

### 3.1. I tassi di interesse e gli spread sovrani

Nello scenario controfattuale l’evoluzione dei tassi di interesse sui titoli di stato italiani riflette le aspettative dei mercati tra la fine di giugno e i primi di luglio del 2011, quando gli investitori anticipavano un graduale aumento dei rendimenti sull’orizzonte previsivo (circa 130 punti base per i BTP a medio-lungo termine, quasi 100 per i BOT a un anno) e uno spread BTP-BUND pressoché costante e pari a circa 200 punti base per la scadenza decennale. La figura 3 riporta le differenze tra gli andamenti effettivamente osservati<sup>20,21</sup> e le ipotesi dello scenario controfattuale sui tassi di interesse sui titoli di stato. Rispetto al controfattuale, il brusco inasprimento dei rendimenti delle obbligazioni sovrane alla fine del 2011 viene sostanzialmente annullato nel corso del 2012; nel 2013 i tassi di interesse sono inferiori a quelli attesi dai mercati immediatamente prima dello scoppio della crisi, per effetto della sostanziale espansione monetaria.

Si stima che questo andamento dei tassi di interesse abbia avuto un impatto sulla crescita del PIL pari a -0,4 punti percentuali nel 2012 e -0,1 nel 2013, riconducibile principalmente agli effetti sulle scelte di investimento delle imprese; solo per questo canale l’accumulazione di capitale si sarebbe ridotta, complessivamente, di circa il 4 per cento nel biennio. Nonostante spread molto più elevati rispetto allo scenario controfattuale, l’impatto sul PIL di questo fattore è relativamente contenuto, a seguito del forte allentamento della politica monetaria a fronte della crisi<sup>22</sup>; la componente derivante soltanto dall’aumento degli spread sovrani avrebbe contribuito, complessivamente, per ben 1,3 punti percentuali alla diminuzione del PIL nel biennio 2012-13.

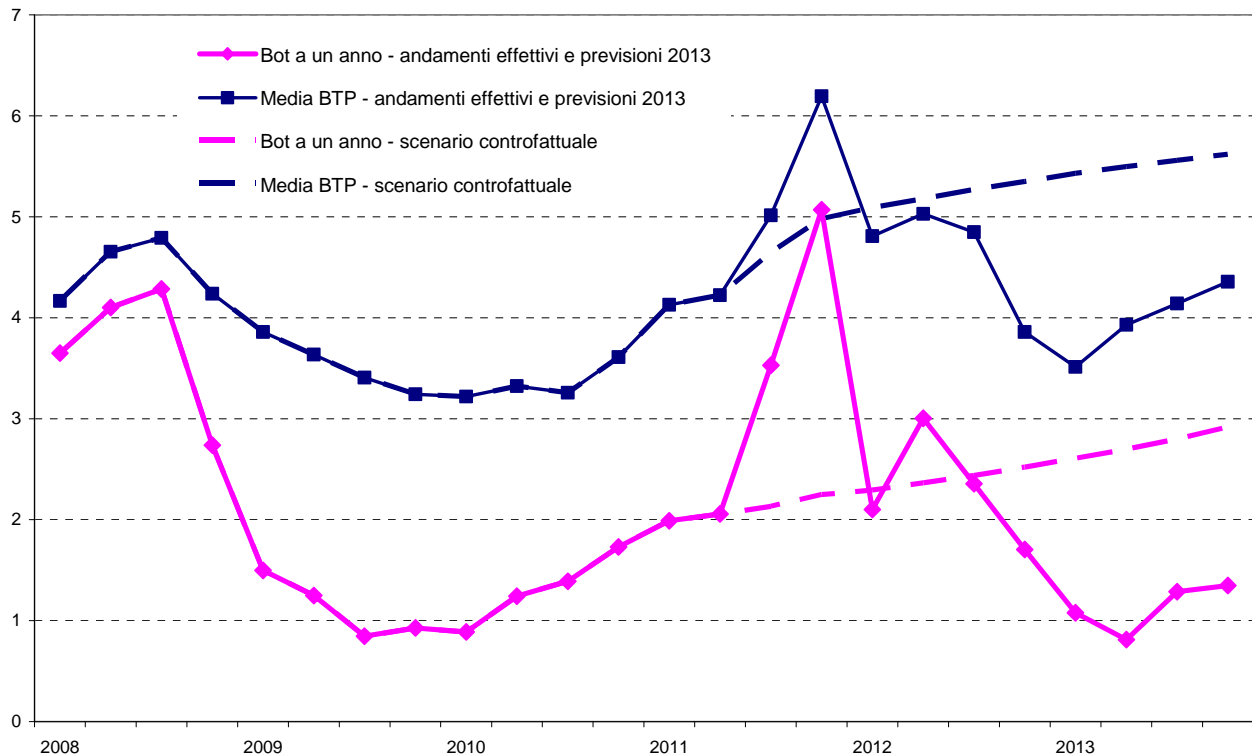
---

<sup>20</sup> Con l’estendersi della crisi all’economia italiana nella seconda metà del 2011 i rendimenti dei titoli di stato sono rapidamente aumentati, in media di circa 200 punti base sulle scadenze a medio lungo termine e 300 per quelle più brevi; a novembre lo spread BTP-BUND sul titolo decennale ha raggiunto il picco di 550 punti base. Le pressioni sui nostri titoli di Stato si sono fortemente ridimensionate nel corso del 2012, principalmente per effetto delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, delle manovre di risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali del governo Monti, nonché dei progressi nella riforma dell’architettura europea.

<sup>21</sup> Per la seconda metà del 2013 riportiamo le attese dei mercati in luglio.

<sup>22</sup> Tra il luglio del 2011, periodo di riferimento per le ipotesi alla base dello scenario controfattuale, e lo stesso mese del 2013, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale presso l’Eurosistema è stato ridotto complessivamente di 100 punti base, allo 0,5 per cento. La politica monetaria ha inoltre contribuito a sostenere l’attività economica dell’area dell’euro attraverso misure non convenzionali (SMP, LTRO e OMT); gli effetti di queste misure, che hanno contrastato l’inasprimento delle restrizioni all’erogazione del credito, non sono quantificati separatamente in questo lavoro; per una loro valutazione si rimanda a Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013).

**Figura 3. Tassi di interesse sui titoli di stato**  
(valori percentuali; dati trimestrali)



Fonte: Banca d'Italia.

### 3.2. Le condizioni di accesso al credito

In questo paragrafo forniamo una stima dell'impatto sull'attività economica dei vincoli all'offerta di credito osservati nell'ultimo biennio, che sono evidenziati sia dalle rilevazioni dell'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*, BLS)<sup>23</sup> sia dai sondaggi congiunturali condotti dall'ISTAT presso le imprese (fig. 2).

L'identificazione di restrizioni nell'offerta di credito non è un compito agevole, in quanto i dati osservati sull'andamento dei prestiti riflettono semplicemente gli importi erogati. Utilizziamo la metodologia descritta in Caivano, Rodano e Siviero (2010), basata sull'ipotesi che esista una relazione positiva tra l'andamento del differenziale tra il tasso di interesse medio sui prestiti bancari a breve termine e il tasso di interesse *overnight* sul mercato monetario e l'eventuale eccesso (non osservabile) di domanda di prestiti. Un modello di questo tipo fornisce una stima della discrepanza tra domanda e quantità effettivamente erogate e sull'osservazione di condizioni di disequilibrio nel mercato del credito, identificate sulla base delle indicazioni della BLS. La restrizione nella concessione dei prestiti così stimata viene successivamente inserita tra le variabili esplicative dell'equazione degli investimenti, e tramite questa influenza l'andamento dell'attività economica.

Si valuta che il deterioramento delle condizioni di accesso al credito abbia sottratto complessivamente 1 punto percentuale alla crescita del PIL nel biennio 2012-13. Questi effetti, di entità considerevole, appaiono tuttavia coerenti con il forte inasprimento degli indicatori di restrizione delle politiche di offerta dei prestiti; per ulteriori evidenze, basate su dati

<sup>23</sup> I risultati dell'indagine trimestrale sul credito bancario sono normalmente commentati all'interno del *Bollettino economico* della Banca d'Italia; si veda ad esempio il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*, in *Bollettino economico*, n. 73, 2013.



microeconomici, si rimanda allo studio di Del Giovane, Nobili e Signoretti (2013). Tra le componenti della domanda aggregata la contrazione riguarderebbe in modo particolare gli investimenti, che per questa via risulterebbero inferiori di circa l'8 per cento (quasi la metà della riduzione complessiva). I consumi delle famiglie scenderebbero in modo meno marcato, dell'1 per cento. Questi effetti dei vincoli all'offerta di credito risultano maggiormente persistenti e nel complesso più pronunciati rispetto a quanto stimato in Caivano, Rodano e Siviero (2010) per la recessione del 2008-09, come risulta dal confronto tra le due crisi (cfr. sezione 4).

### 3.3. Le manovre di finanza pubblica

L'impatto sull'attività economica delle manovre di finanza pubblica è stato calcolato attraverso una simulazione controfattuale in cui si è ipotizzato che non abbiano avuto luogo le misure di correzione dei conti pubblici approvate a partire dall'estate del 2011. Tali misure ammontano complessivamente a circa il 3 per cento del PIL per il 2012 e a un ulteriore 1,5 per cento l'anno successivo.<sup>24</sup>

Secondo le nostre valutazioni le misure di bilancio avrebbero sottratto oltre un punto percentuale alla crescita del PIL sia nel 2012 sia nel 2013. La composizione delle manovre si sarebbe tradotta in una forte decurtazione del reddito disponibile e quindi dei consumi delle famiglie, che solo per questa via sarebbero diminuiti cumulativamente di circa il 4 per cento nel biennio 2012-13 (quasi la metà della contrazione complessiva); alla riduzione del potere d'acquisto avrebbero contribuito anche gli aumenti dell'imposizione indiretta disposti dalle manovre, con un impatto di circa un punto percentuale sull'inflazione misurata con l'Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato (IPCA). Ne avrebbero risentito anche gli investimenti privati.

Le nostre stime, data questa composizione delle manovre, implicano un moltiplicatore fiscale<sup>25</sup> pari a circa 0,35 nel primo anno e 0,6 nei primi due anni. E' noto che il valore del moltiplicatore fiscale non è un parametro fisso nei modelli econometrici, ma dipende da diversi fattori, tra i quali la natura delle misure di bilancio, la fase ciclica, la reazione della politica monetaria, i vincoli di liquidità cui è soggetto il settore privato. E' stato argomentato di recente, ed enfatizzato da economisti del Fondo Monetario Internazionale (Blanchard e Leigh, 2013), che misure di consolidamento fiscale adottate in condizioni di spiccata debolezza dell'attività economica, e simultaneamente in più paesi, possano avere effetti sulla crescita assai più elevati di quelli medi desumibili dagli andamenti passati, traducendosi in un moltiplicatore fiscale di molto superiore all'unità. Le nostre valutazioni non danno un forte sostegno a questa tesi. Nell'esercizio qui proposto, in cui si tiene conto di tutti i principali fattori responsabili della debolezza dell'attività economica nel biennio 2012-13, i valori prossimi a zero della componente residuale non sembrano infatti suggerire scostamenti molto pronunciati del moltiplicatore fiscale rispetto alle nostre stime<sup>26</sup>. Anche tenendo conto di possibili interrelazioni tra i fattori, e quindi per esempio ammettendo che una parte degli effetti sul PIL dell'incertezza e della fiducia delle famiglie sia attribuibile alle misure di riequilibrio dei conti pubblici, i valori risultanti del moltiplicatore fiscale rimarrebbero contenuti. D'altro canto – come precedentemente ricordato – le manovre di consolidamento fiscale, a fronte dei loro effetti diretti qui stimati, hanno verosimilmente contribuito a evitare ulteriori

---

<sup>24</sup> I dettagli sulla composizione di queste manovre sono riportati in *Bollettino economico*, n. 67, 2012 e in *Bollettino economico*, n. 69, 2012; ulteriori valutazioni sono contenute nell'audizione preliminare all'esame della legge di stabilità del 2013, disponibile all'indirizzo internet [http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri\\_mdir/Audizione-Legge-stabilita-2013.pdf](http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/Audizione-Legge-stabilita-2013.pdf).

<sup>25</sup> Definito come l'effetto cumulato sul livello del PIL di un miglioramento permanente del saldo del bilancio pubblico di un punto percentuale del PIL.

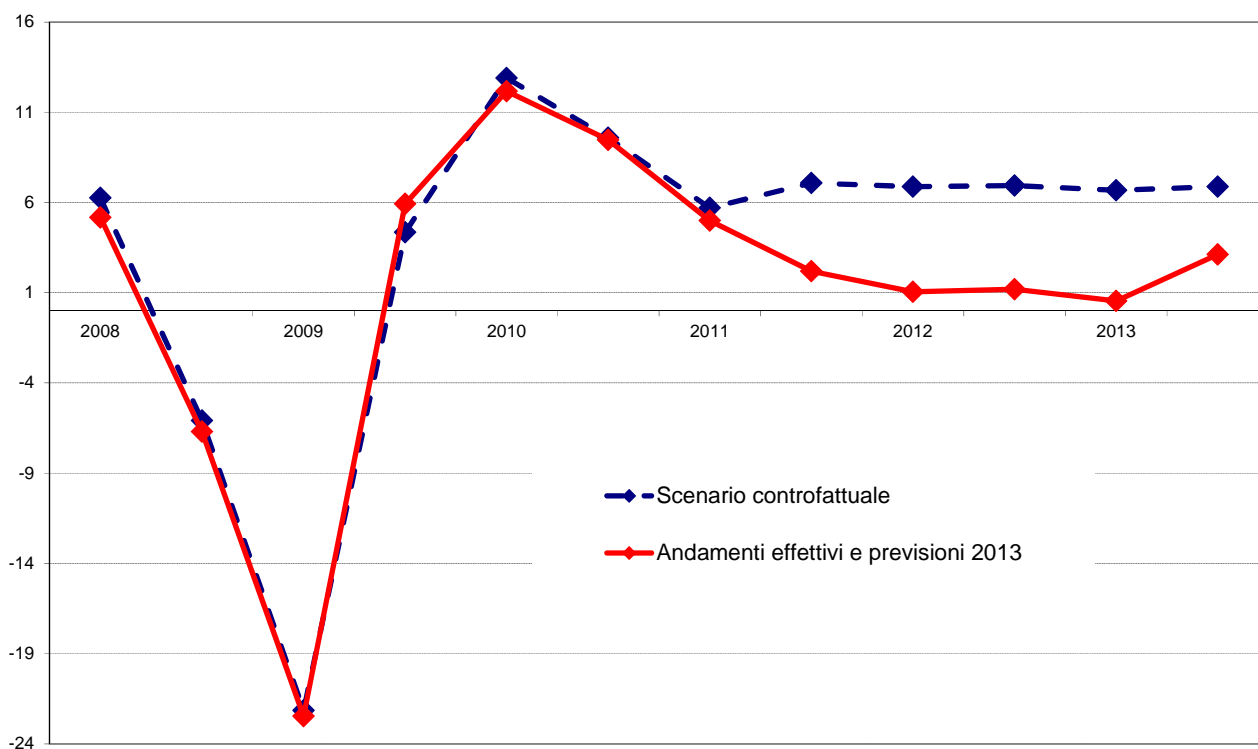
<sup>26</sup> La parte non spiegata della scomposizione, pressoché nulla per il PIL, ha tuttavia un rilievo maggiore per le componenti della domanda e per le importazioni, sebbene gli effetti tendano a compensarsi.

aumenti degli spread e delle condizioni restrittive di offerta del credito, i cui costi in termini di PIL sarebbero stati più elevati.

### 3.4. Lo scenario internazionale

Anche per effetto dell'estendersi della crisi del debito, l'evoluzione dell'economia mondiale si è rivelata assai meno favorevole di quanto prefigurato nella primavera del 2011 e nello scenario controfattuale.<sup>27</sup> La crescita della domanda estera è stata pari a circa il 2 per cento nel 2012 ed è stimata in ulteriore calo, all'1,6 per cento, nel 2013, complessivamente 11 punti percentuali in meno rispetto allo scenario controfattuale (Tav. 1 e fig. 4). La debolezza dell'area dell'euro si è riflessa in un forte deprezzamento del cambio (in media pari a circa il 9 per cento nei confronti del dollaro nel biennio, 3 per cento in termini effettivi) che ha sostenuto la competitività delle nostre esportazioni, compensando parzialmente gli effetti della minore domanda. Le quotazioni dei prodotti energetici, pur non discostandosi significativamente in dollari dalle ipotesi controfattuali, hanno avuto effetti macroeconomici non trascurabili per via del deprezzamento dell'euro.

**Figura 4. Crescita della domanda estera**  
(valori percentuali; tassi di crescita semestrali annualizzati)



Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia.

Il rallentamento internazionale ha avuto un impatto rilevante sulla dinamica recessiva dell'economia italiana, sottraendo 0,7 punti percentuali di crescita del PIL nel 2012 e 1,2 nel 2013. Rispetto al controfattuale le esportazioni sono diminuite di quasi il 9 per cento nel biennio, meno

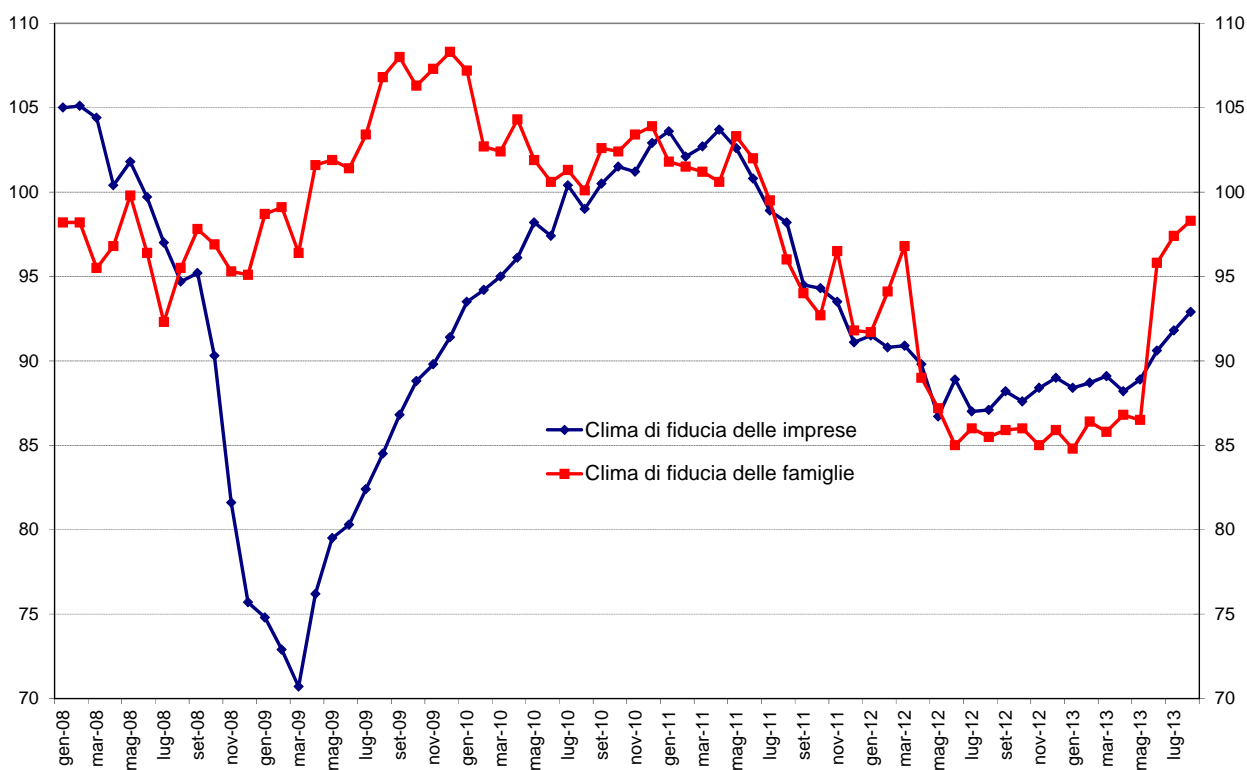
<sup>27</sup> Al peggioramento dello scenario internazionale ha inoltre contribuito l'incertezza in merito alla politica di bilancio negli Stati Uniti e all'evoluzione della domanda nei paesi emergenti, dove si è assistito a un diffuso rallentamento dell'attività dalla seconda metà del 2012.

della domanda estera, grazie ai guadagni di competitività associati al deprezzamento dell'euro. Quest'ultimo si è inoltre riflesso in un aumento dei prezzi, complessivamente pari allo 0,4 per cento, e una conseguente decurtazione della capacità di spesa e dei consumi delle famiglie. Anche le importazioni si sono contratte a un ritmo significativo, simile a quello delle vendite all'estero.

### 3.5. L'incertezza e la fiducia di famiglie e imprese

L'estendersi della crisi del debito all'economia italiana ha alimentato un clima di diffusa incertezza tra famiglie e imprese, che ha verosimilmente generato una maggiore cautela nelle decisioni di spesa, non spiegata dall'evoluzione delle variabili cosiddette 'fondamentali'. Le rilevazioni dell'ISTAT sul clima di fiducia di famiglie e imprese mostrano un deterioramento nella seconda parte del 2011, che prosegue l'anno dopo, con miglioramenti di poco conto fino all'estate del 2013 (fig. 5).

**Figura 5. Clima di fiducia delle famiglie e delle imprese**  
(indici mensili)



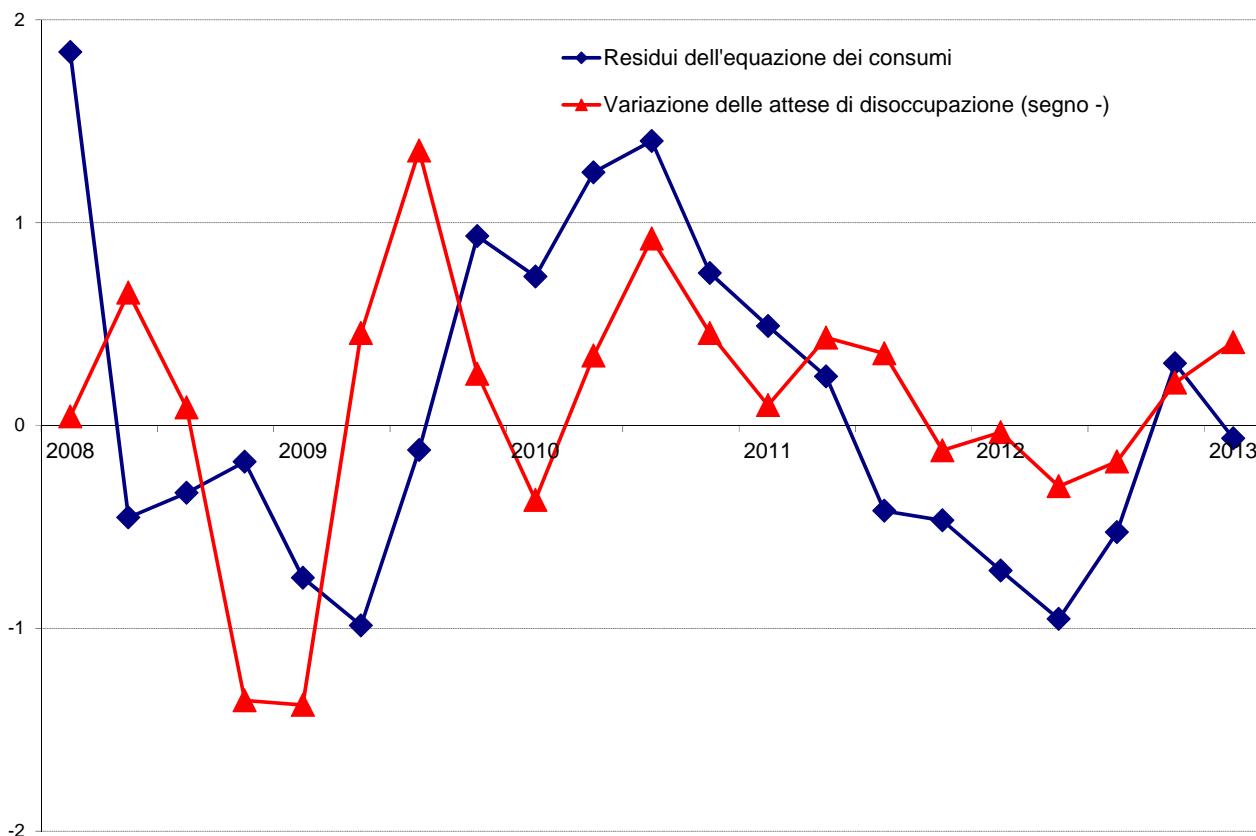
Fonte: Istat.

Le equazioni del modello econometrico che descrivono le decisioni di spesa delle famiglie non includono tra le variabili esplicative indicatori qualitativi di fiducia. Per valutare l'impatto macroeconomico di questo fattore nel biennio 2012-13 si è fatto ricorso a una equazione ausiliaria, che mette in relazione i residui dell'equazione del consumo del modello econometrico con una componente dell'indicatore di fiducia dell'ISTAT, le attese di disoccupazione, come *proxy* dell'incertezza sul mercato del lavoro. La figura 6 mostra che negli ultimi anni vi è stata una stretta relazione tra le variabili: la parte non spiegata dei movimenti dei consumi – i residui dell'equazione del modello econometrico – si è mossa nella stessa direzione della variazione nelle attese di disoccupazione. Nel 2012, durante la fase più acuta della crisi del debito sovrano, a dei residui

negativi (una sovrastima dei consumi<sup>28</sup>) ha corrisposto un marcato peggioramento delle attese di disoccupazione. Sfruttando questa correlazione è stato valutato l'effetto dell'incertezza e della fiducia sulle decisioni di spesa delle famiglie.

La fiducia delle imprese è invece una delle determinanti (di breve periodo) dell'equazione degli investimenti in attrezzature, macchinari e mezzi di trasporto del modello econometrico<sup>29</sup>; nello scenario controfattuale si presupponeva un graduale miglioramento della fiducia nel biennio 2012-13, coerente con le prospettive di consolidamento della ripresa ciclica in assenza di crisi.

**Figura 6. Equazione dei consumi e attese di disoccupazione**



Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia.

Nel complesso si stima che l'incertezza e il calo della fiducia di famiglie e imprese abbiano avuto un impatto non trascurabile sull'andamento dell'attività economica, sottraendo alla crescita del PIL 0,6 punti percentuali di crescita di PIL nel 2012 e 0,3 nel 2013.<sup>30</sup> L'effetto sarebbe prevalentemente riconducibile ai consumi delle famiglie (-2,1 per cento nel biennio, circa un quarto della riduzione complessiva dovuta alla crisi), che avrebbero tenuto un atteggiamento di maggiore cautela nelle decisioni di spesa a fronte dell'aumentata incertezza. Il peggioramento della fiducia e delle

<sup>28</sup> Un residuo negativo si ottiene allorché le variabili esplicative dei consumi – i regressori – non sono in grado di “spiegare” per intero il livello osservato dei consumi. In altre parole, tenendo solo conto dei regressori, si otterrebbe un livello stimato dei consumi superiore rispetto a quello effettivamente osservato.

<sup>29</sup> Nel modello gli investimenti fissi lordi sono suddivisi tra investimenti in attrezzature, macchinari e mezzi di trasporto e investimenti in costruzioni.

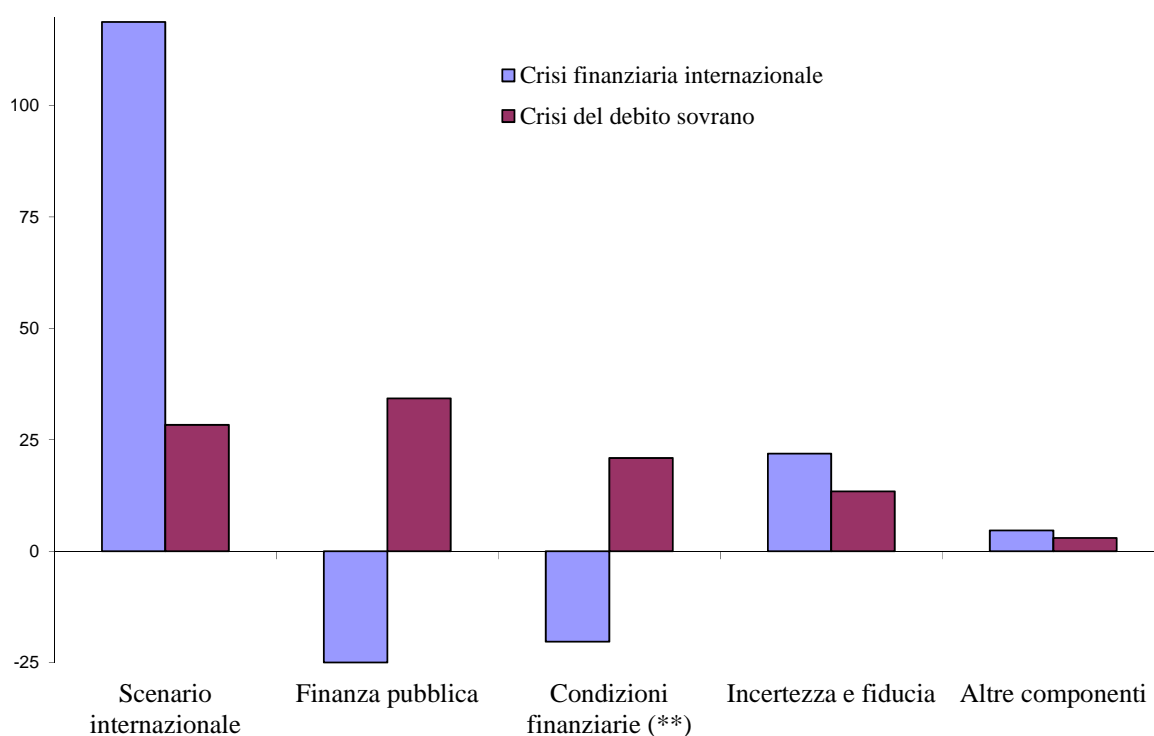
<sup>30</sup> Le previsioni per il 2013 formulate all'inizio di luglio ipotizzano un graduale miglioramento dei climi di fiducia nel corso dell'anno.

prospettive di domanda avrebbe inoltre scoraggiato l'accumulazione di capitale, anche se in misura meno rilevante rispetto agli altri fattori di crisi.

#### 4. Un confronto con la recessione del 2008-09

Un esercizio simile a quello qui proposto era stato realizzato da Caivano, Rodano e Siviero (2010) in occasione della crisi finanziaria internazionale. I risultati, in termini di contributi percentuali alla perdita complessiva di prodotto, sono riportati sinteticamente nella figura 7 e confrontati con le nostre stime relative al biennio 2012-13.

**Figura 7. Contributi percentuali alle recessioni del 2008-09 e 2012-13 (\*)**



(\*) La somma algebrica delle barre relative a ciascuna recessione è uguale a 100.

(\*\*) Comprende anche gli effetti degli interventi di politica monetaria.

Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia.

La figura mostra che la precedente recessione è stata per lo più riconducibile all'evoluzione dello scenario internazionale e, in particolare, al crollo eccezionale degli scambi mondiali a cavallo tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009. Si è trattato, di fatto, di una crisi "importata". Rispetto a uno scenario di "assenza di crisi", la componente estera spiegherebbe oltre il 100 per cento della perdita di PIL. Un contributo negativo non trascurabile (circa il 20 per cento) proverrebbe inoltre dall'incertezza e dal calo della fiducia, in particolare quella delle imprese, scesa a livelli storicamente minimi. Tuttavia, in quell'occasione, un sostegno parziale alla dinamica del PIL è provenuto sia dalle manovre di finanza pubblica (attraverso un'estensione dell'ambito di copertura degli ammortizzatori sociali e interventi discrezionali a sostegno dei consumi e degli investimenti) sia dalle condizioni finanziarie. Su queste ultime ha inciso negativamente l'inasprimento dei vincoli all'offerta di credito, che però è stato più che compensato dalla reazione della politica monetaria,

che in pochi mesi ha ridotto di 3,25 punti percentuali il tasso di interesse di *policy* e ampliato l'offerta di liquidità attraverso misure non convenzionali (cfr. ad esempio Cecioni, Ferrero e Secchi, 2011).

Nell'ultima recessione, invece, tutti i fattori rappresentati in figura hanno contribuito nella stessa direzione alla più debole dinamica del PIL. Anche in questo caso la politica monetaria ha reagito con forza alla crisi, ma non ha del tutto compensato l'aumento degli spread sovrani e l'inasprirsi delle condizioni di offerta di credito. Nel complesso, tra il 2011 e 2013 la discesa dell'attività economica è stata prevalentemente attribuibile a fattori di origine interna, che hanno compresso la domanda delle famiglie e le prospettive di investimento delle imprese, anche se il rallentamento dello scenario internazionale ha in ogni caso fornito un contributo non trascurabile, pari a circa il 30 per cento del totale.

## **5. Conclusioni**

I risultati presentati in questo lavoro suggeriscono che il deterioramento dell'attività produttiva verificatosi nel corso della crisi del debito sovrano - innescato dall'insorgere di timori circa la tenuta stessa dell'unione monetaria - è stato aggravato dalle debolezze strutturali dell'economia italiana: un basso potenziale di crescita mina la sostenibilità del debito pubblico e aumenta la percezione del rischio da parte dei mercati finanziari; squilibri di finanza pubblica aumentano i costi di approvvigionamento delle banche e riducono la quantità di credito a disposizione dell'economia; livelli eccessivi di pressione fiscale diminuiscono la competitività delle imprese e la capacità di spesa delle famiglie. La risposta alla crisi del debito sovrano ha richiesto l'accelerazione del processo di riforma e il consolidamento fiscale nel nostro paese, ma ha anche portato a ridisegnare l'architettura istituzionale dell'unione europea.

## Bibliografia

- Banca d'Italia (1986), "Modello trimestrale dell'economia italiana", *Temi di discussione*, n. 80.
- Banca d'Italia, *Bollettino economico*, vari numeri.
- Blanchard, O. e D. Leigh (2003), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *International Monetary Fund Working Paper* n. 13, gennaio.
- Busetti, F. (2006), "Preliminary data and econometric forecasting: an application with the Bank of Italy quarterly model", *Journal of Forecasting* n. 25, pp. 1-23.
- Busetti, F., A. Locarno e L. Monteforte (2005), "The Bank of Italy's quarterly model", in: G. Fagan e J. Morgan (a cura di), *Econometric Models of the Euro-area Central Banks*, Edwar Elgar, Cheltenham.
- Caivano, M., L. Rodano e S. Siviero (2010), "La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana. Un'indagine controfattuale, 2008-10", *Questioni di Economia e Finanza* n. 64, aprile.
- Casiraghi, M., E. Gaiotti, L. Rodano, A. Secchi (2013), "Unconventional Monetary Policy, Credit Conditions and the Macroeconomy: a Focus on Italy, 2011-12", mimeo, luglio.
- Cecioni, M., G. Ferrero e A. Secchi (2011), "Misure non convenzionali di politica monetaria in teoria e in pratica (Unconventional monetary policy in theory and in practice)", *Questioni di Economia e Finanza* n. 102, settembre.
- Del Giovane P., A. Nobili e F.M. Signoretti (2013), "Supply tightening or lack in demand: Is the sovereign debt crisis different from Lehman?", mimeo, febbraio.
- Di Cesare, A., G. Grande, M. Manna e M. Taboga (2012) "Stime recenti dei premi per il rischio sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro (*Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*)", *Questioni di Economia e Finanza* n. 128, settembre.
- Gaiotti, E. (2012), "La crisi globale, il mercato del credito e l'economia italiana", *Rivista Bancaria*, n. 6, novembre-dicembre.
- Rossi, S. (2012), "La crisi globale ed europea, le politiche per la stabilità finanziaria", Capri, Convegno estivo ADEIMF (Associazione Docenti Economia Intermediari Mercati Finanziari), 15 giugno.
- Terlizzese, D. (1994), "Il modello econometrico della Banca d'Italia: una versione in scala 1:15", in *Ricerche Quantitative per la Politica Economica 1993*, Banca d'Italia.
- Visco, I. (2013), "Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella "lunga" crisi", intervento", Firenze - Università degli Studi di Firenze - Facoltà di Economia, Giurisprudenza e Scienze Politiche "Cesare Alfieri". *Lectio magistralis*, 18 gennaio.