

INVERSIONI CICLICHE E PREVISIONI MACROECONOMICHE: RACCONTO DI DUE RECESSIONI

Lisa Rodano, Stefano Siviero e Ignazio Visco¹

1. Introduzione

L'economia italiana ha affrontato, nel giro di pochissimi anni, due recessioni di violenza e durata complessiva inusitate. La prima (*la Grande Recessione* del 2008-2009), provocata da una crisi finanziaria originatasi negli Stati Uniti, ha assunto ben presto natura globale, inducendo una forte contrazione della produzione in tutte le principali economie e un collasso degli scambi mondiali. La seconda (*la crisi dei debiti sovrani*), sviluppata all'interno dell'area dell'euro, ha colpito in maniera selettiva i paesi nei quali si erano gradualmente accumulati nel periodo intercorso dall'introduzione della moneta unica ampi disequilibri di natura macroeconomica, in particolare (ma non solo) per quanto riguarda i conti pubblici. Tra le due recessioni si è verificata nel nostro paese una ripresa di intensità modesta e di breve durata; alla vigilia della seconda recessione, il livello dell'attività economica in Italia non si era ancora riportato nei pressi del precedente picco ciclico.

Nel periodo antecedente il 2008, l'economia mondiale era stata caratterizzata da oscillazioni della domanda e della produzione di entità modesta, tutte prontamente riassorbite; quegli anni si erano pertanto meritati l'appellativo di "Grande Moderazione". Dal 2008, la volatilità delle variabili finanziarie e macroeconomiche è divenuta repentinamente elevata, con sbalzi improvvisi e violenti dei prezzi delle attività, della domanda e del PIL.

In tali condizioni, la capacità di prevedere gli andamenti delle principali variabili economiche si è visibilmente deteriorata, tra il 2008 e il 2012 e per tutti gli analisti, nel confronto con il periodo precedente. L'attività previsiva è stata resa ancora più complessa dal manifestarsi di fenomeni inusitati non solo per via della loro dimensione ma anche della loro stessa natura. In particolare, la crisi finanziaria globale aveva colpito uno snodo – quello delle interrelazioni tra variabili macroeconomiche e variabili finanziarie – generalmente trascurato nei modelli previsivi in uso fino ad allora; essa aveva inoltre vissuto una lunga fase di incubazione in ambito prevalentemente finanziario, lontano dal campo di osservazione degli analisti macroeconomici. Anche la crisi dei debiti sovrani ha rappresen-

¹ Banca d'Italia.

tato una novità qualitativamente senza precedenti: prima del suo manifestarsi (quindi, solo pochissimi anni fa), si ipotizzava che tutti i titoli di Stato potessero essere trattati come un'attività finanziaria priva di rischio; nel nuovo mondo, tale ipotesi è chiaramente inadeguata.

Sia la crisi finanziaria globale sia quella dei debiti sovrani rappresentano quindi eventi rari, se non unici. Scarseggiano pertanto per definizione osservazioni del passato utilmente sfruttabili per cogliere le regolarità statistiche che alimentano i modelli di previsione macroeconomici.

In questo lavoro, dopo un rapido esame dell'evoluzione dell'economia italiana tra il 2007 e il 2012 (par. 2), viene presentata una valutazione della performance previsiva della Banca d'Italia e degli altri principali analisti pubblici e privati nel periodo antecedente la crisi e nell'ultimo quinquennio (par. 3). Il campo di indagine e gli strumenti impiegati sono simili a quelli in Visco (2009), i cui risultati vengono qui aggiornati tenendo conto anche delle previsioni formulate per il periodo più recente (2010-2012). Viene poi condotto (par. 3.1) un confronto della performance previsiva in occasione dei tre più recenti anni di flessione del PIL (2008, 2009, 2012), per verificare se gli analisti abbiano saputo far tesoro dell'esperienza passata, compiendo errori via via più contenuti e limitando quindi i danni. Nel paragrafo 4 viene presentata una scomposizione degli errori di previsione commessi dalla Banca d'Italia, sia nell'arco dell'intero periodo esaminato (1999-2012), sia per il periodo pre-crisi (1999-2007), sia infine per i recenti anni di elevata turbolenza (2008-2012). L'analisi si pone l'obiettivo di individuare e stimare separatamente la parte dell'errore di previsione attribuibile ai seguenti fattori: errata formulazione delle ipotesi relative alle variabili esogene; stima imprecisa delle condizioni iniziali; interventi *ad hoc* di natura *judgmental*, per tenere conto di informazioni che non possono essere colte direttamente col modello econometrico trimestrale, che costituisce il principale strumento per la realizzazione di previsioni macroeconomiche in Banca d'Italia (tali interventi hanno spesso riflesso informazioni derivate da modelli satelliti). Il paragrafo 5, infine, prende spunto dalla seguente considerazione (cfr. Visco 2009): uno dei principali insegnamenti da trarre dall'esperienza recente, nella quale si sono ripetutamente materializzati rischi estremi, è che «una previsione va comunicata e recepita nella sua interezza: non solo, quindi, il suo valore numerico centrale, ma anche le valutazioni sui rischi prevalenti, sulla loro dimensione e probabilità di realizzarsi». Rispondendo a tale sollecitazione, negli ultimi anni in Banca d'Italia è stata rivolta una crescente attenzione alla necessità di stimare l'intera distribuzione delle previsioni macroeconomiche e affinare i mezzi impiegati per comunicare con efficacia direzione e intensità dei rischi; il paragrafo illustra strumenti e modalità comunicative messi a punto per tali finalità.

I risultati riportati in questo lavoro confermano che rispetto al periodo precedente, negli anni compresi tra il 2008 e il 2012 si è osservato un aumento cospicuo degli errori di previsione. Nel 2009 e nel 2012, tuttavia, gli errori sono stati relativamente contenuti nel confronto col 2008. Quanto alla scomposizione dei fattori sottostanti agli errori, le stime imprecise

delle condizioni iniziali hanno fornito un contributo rilevante all'errore di previsione per l'anno corrente, minore per quello successivo; tali conclusioni sono valide sia per il periodo pre-crisi sia per quello di crisi. Gli errori compiuti nella formulazione delle ipotesi esogene sono stati rilevanti sia per l'anno in corso sia, soprattutto, per quello successivo; il loro impatto è stato particolarmente pronunciato nel periodo di crisi. Infine, le valutazioni *judgmental* hanno permesso, nell'ultimo quinquennio, di contenere in misura non trascurabile l'entità dell'errore di previsione. Particolarmente utili sono state le indicazioni ricavate da strumenti messi a punto per stimare l'impatto macroeconomico di fenomeni di razionamento del credito.

2. *La Grande Recessione e la crisi del debito sovrano, con un rapido intermezzo di ripresa stentata: breve cronistoria dell'economia italiana tra il 2008 e il 2012*

Dal 2008 a oggi l'economia italiana ha conosciuto in veloce successione due recessioni profonde, di gravità senza precedenti, inframezzate da una ripresa stentata e rivelatasi rapidamente illusoria.

Il primo dei due episodi recessivi, cui si fa ora solitamente riferimento col termine di "Grande Recessione", venne scatenato dalla crisi finanziaria internazionale culminata con la bancarotta della banca d'affari Lehman Brothers nel settembre 2008. I primi segnali di tensione nei mercati finanziari erano emersi nella primavera del 2007 nel segmento dei titoli collegati a mutui ipotecari particolarmente rischiosi (i cosiddetti mutui *subprime*) negli Stati Uniti; nell'agosto di quell'anno le tensioni esplosero con violenza, provocando all'inizio del mese una situazione di stallo nei mercati interbancari. A partire da quel momento la crisi peggiorò con una decisa accelerazione, trasmettendosi a tutti i mercati finanziari. Divenne straordinariamente virulenta negli ultimi mesi del 2008. I premi al rischio sui tassi interbancari, già aumentati nel 2007 e nella prima parte del 2008 in misura sino ad allora inusitata, salirono ulteriormente, raggiungendo livelli molto elevati; l'attività su quei mercati si ridusse e si frazionò, con la formazione di *cluster* di operatori. Cominciarono anche a manifestarsi, a fronte delle difficoltà si approvvigionamento per le banche, segnali di peggioramento nelle condizioni di offerta del credito. Nel frattempo, il contagio aveva iniziato a trasmettersi all'economia reale: a partire dal secondo trimestre del 2008 la domanda e la produzione cominciarono a flettere in tutte le maggiori economie avanzate (in Italia i primi segnali di decelerazione erano stati avvertiti già l'anno precedente) e a rallentare in quelle emergenti. Ne conseguì, a cavallo tra i mesi finali del 2008 e quelli iniziali del 2009, un vero e proprio tracollo, senza precedenti, degli scambi internazionali, che si contrassero di circa un sesto nel giro di soli due trimestri (il quarto del 2008 e il primo del 2009). La caduta del PIL divenne repentinamente tumultuosa in numerose economie, tra le quali la nostra; si arrestò solo intorno alla metà del 2009, grazie anche a interventi di po-

litica economica – fiscale e monetaria – straordinari per entità, ampiezza e natura (vennero tra l'altro adottate in diverse economie avanzate, tra le quali l'area dell'euro, misure 'non convenzionali' di politica monetaria, miranti in primo luogo a sventare un arresto del flusso di finanziamenti verso l'economia), nonché per il grado di coordinamento internazionale col quale alcuni di quegli interventi vennero decisi. In particolare, nell'ottobre del 2008 le banche centrali delle principali economie mondiali decisero un taglio coordinato dei tassi di *policy*, continuando poi a ridurre il costo del denaro sino alla metà del 2009 (nell'area dell'euro, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento della BCE toccò l'1,0 per cento, valore minimo, sino a quella data, dall'introduzione dell'euro).

In diversi paesi l'impiego della leva della politica fiscale in funzione anticiclica accentuò situazioni di squilibrio pre-esistenti. L'Italia, pur con un ampliamento contenuto del disavanzo pubblico, rimaneva particolarmente vulnerabile a ragione dell'elevato debito accumulato nei decenni precedenti.

La ripresa che si avviò a partire dalla metà del 2009, fu nel nostro paese debole; si rivelò ben presto di breve durata. Mentre in quella fase l'economia tedesca sfruttò appieno il nuovo vigore degli scambi mondiali, conseguendo una rapida crescita delle esportazioni verso i mercati più dinamici, la crescita del PIL dell'Italia fu modesta. Di conseguenza, mentre in Germania agli inizi del 2011 il prodotto era tornato a superare il livello massimo raggiunto prima dello scoppio della crisi globale, in Italia, il recupero si arrestò a circa un terzo della contrazione osservata nel corso della Grande Recessione.

La ripresa dell'economia italiana subì una brusca battuta d'arresto nella seconda parte del 2011, quando l'Italia venne investita (come era già avvenuto in altri paesi europei) da forti timori degli investitori internazionali riguardo alla capacità del paese di ripagare il proprio debito pubblico, nel contesto di acute preoccupazioni sull'adeguatezza dell'architettura istituzionale europea a far fronte a quella crisi di fiducia (cfr. Rossi 2012 e Visco 2013).

Gli investitori internazionali avevano cominciato a rivolgere un'attenzione particolare al rischio sovrano nell'area dell'euro a partire dalla primavera del 2010, quando la Grecia aveva dovuto far ricorso all'aiuto dell'Unione europea e del Fondo monetario internazionale; nei dodici mesi successivi lo stesso passo era stato compiuto anche dall'Irlanda (dove il disavanzo pubblico era fortemente aumentato anche per via degli aiuti concessi agli istituti di credito in difficoltà) e dal Portogallo. In questa prima fase l'Italia non aveva subito il contagio dei paesi in crisi; lo spread dei titoli a 10 anni italiani rispetto ai corrispettivi titoli tedeschi era rimasto relativamente stabile, in prossimità dei livelli che, secondo le successive stime effettuate da Di Cesare, Grande, Manna e Taboga (2012), possono essere giudicati in linea con le determinanti fondamentali.

Nell'estate del 2011 venne annunciato un piano di assistenza alla Grecia che prevedeva il coinvolgimento degli investitori privati. Da quel momento gli spread rispetto alla Germania di tutte le economie periferiche

aumentarono vertiginosamente; le tensioni interessarono da subito anche l'Italia, il cui spread raggiunse un picco intorno ai 550 punti base nel novembre di quell'anno. Le tensioni si attenuarono a cavallo tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012, grazie a tre ordini di interventi: i progressi conseguiti nell'affinamento dell'architettura istituzionale europea; le misure di finanziamento a lungo termine decise dalla BCE; gli interventi realizzati in alcuni paesi, tra i quali l'Italia, per riportare la dinamica dei conti pubblici su una traiettoria sostenibile e per rimuovere impedimenti strutturali alla crescita economica. In particolare, il governo italiano varò, in brevissimo tempo, misure di correzione del disavanzo pubblico che ammontavano a oltre 5 punti percentuali del prodotto, con l'obiettivo tra l'altro di anticipare di un anno, al 2013, il pareggio di bilancio concordato in sede europea.

Gli spread tornarono ad allargarsi tra la primavera e l'estate del 2012, soprattutto in relazione a preoccupazioni sulla solvibilità del sistema bancario spagnolo. Gli andamenti del credito e dei tassi di interesse nei diversi paesi dell'area dell'euro cominciarono a divergere in maniera sempre più marcata; si diffusero fra gli investitori timori non giustificati sulla effettiva capacità di tenuta dell'Unione Monetaria. In risposta a tale evoluzione, il Consiglio direttivo della BCE annunciò, nell'agosto del 2012, nuove misure di intervento sul mercato secondario dei titoli di Stato. Da allora, e fino alla metà del 2013, le tensioni si sono tendenzialmente attenuate, sia pur con repentini, forti aggravamenti. La situazione sui mercati finanziari rimane tuttora fragile.

Nel contesto di un innalzamento del costo del finanziamento, di una riduzione della disponibilità di credito e di un peggioramento delle prospettive di domanda, nel corso del 2011 le imprese italiane ridimensionarono rapidamente i propri piani di investimento; il PIL cominciò a flettere nel secondo semestre del 2011. Gli interventi di riduzione del disavanzo delle amministrazioni pubbliche decisi a partire dalla fine di quell'anno, pur necessari a sventare sviluppi finanziari potenzialmente drammatici, hanno inciso sulla capacità di spesa delle famiglie. Nel 2012, i consumi si sono ridotti in misura marcata, di pari passo con la caduta del reddito disponibile. In tutti i trimestri del 2011 e del 2012 la domanda nazionale nel suo complesso ha costantemente fornito un contributo ampiamente negativo alla dinamica del prodotto; solo la domanda estera netta ha sostenuto l'attività economica. Il PIL si è ridotto in media dello 0,7 per cento in ciascuno dei quattro trimestri dell'anno scorso; ha continuato a flettere anche all'inizio del 2013, scendendo su un livello inferiore di quasi il 9 per cento a quello raggiunto prima dell'avvio della recessione del 2008-2009. Si tratta di una contrazione che non ha precedenti per intensità né per durata.

Le due recessioni dell'economia italiana sopra descritte, se da un lato sono state entrambe scatenate, in origine, da shock di natura finanziaria, dall'altro differiscono tuttavia notevolmente quanto ai fattori di crisi e ai meccanismi di propagazione di questi ultimi alla macroeconomia.

Secondo i risultati delle analisi controfattuali condotte da Caivano, Rodano e Siviero (2010), la prima crisi assunse principalmente, per l'e-

conomia italiana, la caratteristica di 'crisi importata': la sua trasmissione alla domanda e al PIL dell'Italia avvenne principalmente per il tramite del deterioramento del quadro internazionale e in particolare del tracollo degli scambi. Questo fattore impartì da solo uno stimolo negativo più che sufficiente a rendere conto della caduta complessiva del prodotto nel biennio 2008-2009. Impulsi anch'essi recessivi ma relativamente contenuti vennero dal deterioramento delle condizioni di finanziamento delle società non finanziarie e dal peggioramento delle aspettative di famiglie e imprese. Nella direzione opposta agirono, in misura grosso modo equivalente, azioni espansive di politica monetaria e fiscale (sia pur nel contesto di un ampliamento contenuto del disavanzo).

Busetti e Cova (2013) presentano una stima dell'impatto dei principali fattori che hanno contribuito alla dinamica del PIL dell'Italia nel biennio 2011-2012. Secondo le loro stime, il peggioramento delle condizioni complessive di finanziamento (aumento dei tassi di interesse praticati alla clientela bancaria e contrazione dell'offerta di credito) è stato il principale elemento che ha determinato il rallentamento dell'attività economica nel 2011 e la sua caduta nel 2012. Un impatto negativo di entità grosso modo simile è attribuibile alle misure restrittive di bilancio varate per arginare l'aggravarsi della crisi del debito sovrano in Italia. Peraltro, le manovre di consolidamento dei conti pubblici, al di là di quegli effetti diretti negativi, hanno verosimilmente contribuito a impedire che gli spread raggiungessero livelli elevatissimi e insostenibili, con un conseguente collasso dell'offerta di credito e con sviluppi ben più drammatici di quelli effettivamente osservati. Ciò contrasta nettamente con quanto avvenuto, secondo le valutazioni di Caivano, Rodano e Siviero (2010), nel 2008-2009, quando l'azione pubblica mitigò gli effetti recessivi di altri fattori, sia pure in misura relativamente contenuta nel confronto con altri paesi. Alla recessione recente avrebbero fornito un contributo non trascurabile il rallentamento degli scambi internazionali e il deterioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese.

Le stime di Caivano, Rodano e Siviero (2010) e Busetti e Cova (2013) mostrano quindi significative differenze nella natura e nella rilevanza relativa dei principali shock all'origine delle due recenti recessioni dell'economia italiana. Va tuttavia sottolineato che, per facilitare l'esposizione della 'storia alla radice delle due recessioni', in entrambi i lavori i diversi fattori di crisi vengono considerati come a sé stanti, mentre essi sono invece almeno in parte interconnessi (per esempio, il deterioramento del clima di fiducia e l'aumento dell'incertezza non si sarebbero verificati in assenza degli altri fattori di crisi).

3. Gli errori di previsione dal 1999 al 2007 e nel periodo della doppia crisi (2008-2012)

In questo paragrafo viene valutata l'accuratezza delle previsioni economiche per il PIL e l'inflazione dell'Italia realizzate dai principali ana-