

Quaderno di Ricerca

Italia 2011: un anno di sofferenza

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2012 – Tutti i diritti riservati

Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 5
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 11
Le Riserve Banca d'Italia	Pag. 16
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 16
Bilancia commerciale	Pag. 19
L'inflazione	Pag. 20
La disoccupazione	Pag. 22
Approfondimenti	Pag. 24
<i>Il focus di IdeasHaveConsequences.org</i>	Pag. 24
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 30
Conclusioni	Pag. 32
Bibliografia	Pag. 33

Autori

Per l'Osservatorio:	Maurizio Mazziero
Per gli Approfondimenti:	Leonardo Baggiani
	Silvano Fait
	Andrew Lawford

Estratto:

Questo Quaderno di Ricerca pone sotto osservazione i dati economici italiani, esaminando l'evoluzione trimestrale del debito pubblico, dello stock di Titoli di Stato, delle Riserve ufficiali, della crescita del Pil e della bilancia commerciale, dell'inflazione e della disoccupazione.

Abstract:

This study examines the quarterly evolution of Italy's sovereign debt, its stock of government bonds, official reserves, GDP and balance of trade, inflation and unemployment.

Introduzione

Nell'ultimo trimestre del 2011 il quarto Governo Berlusconi ha lasciato il testimone al primo Governo Monti. Un cambio alla guida del nostro Paese realizzato in tempi record, incoraggiato dal capo dello Stato, Giorgio Napolitano, che probabilmente non ha potuto sottrarsi ai segnali di inquietudine provenienti dall'Unione Europea, e forse anche da oltre Oceano.

I mercati hanno evidenziato una forte mancanza di fiducia nella solidità finanziaria del nostro Paese, con tassi di interesse che tra novembre e dicembre hanno sfiorato il 7,4% per i BTP a 10 anni e il 9% per i CCT, insieme a uno spread con i Bund tedeschi di oltre il 5,5% e un premio per assicurarsi dal default (Credit Default Swap) a cinque anni vicino al 6%.

Un trimestre convulso, che ci ha spinti sino all'orlo del baratro, o forse anche oltre, e a cui Monti ha cercato di imprimere una brusca sterzata, con i decreti Salva Italia e Cresci Italia.

Se il colpo di reni, accompagnato da enormi sacrifici, possa averci riportato in carreggiata è oggetto di opinioni contrastanti; nello stesso tempo non è compito di questo Osservatorio dare delle valutazioni che potrebbero sconfinare nella politica, aspetto che va al di là del nostro campo di indagine. Nondimeno terremo costantemente accesi i riflettori sull'andamento della nostra economia, raffrontandola ove possibile con gli altri Paesi, al fine di cogliere tempestivamente segnali di miglioramento, o peggio, segnalando il persistere di condizioni critiche.

Questo numero dell'Osservatorio si arricchisce di tre firme: Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford, che con il loro commento ci permetteranno di entrare in dettaglio su temi specifici, animando la nuova sezione dedicata agli Approfondimenti. Leonardo Baggiani e Silvano Fait, economisti della Scuola Austriaca, sono gli autori del sito IdeasHaveConsequences.org, di cui consiglio la lettura per la ricchezza e la profondità dei contenuti. Andrew Lawford è un'analista finanziario di grandi capacità e di certissima dedizione nella ricerca; il quotidiano confronto con lui è per me fonte di grande arricchimento professionale. Li ringrazio vivamente per avermi accompagnato in questo Quaderno di Ricerca, le inesattezze invece che si dovessero riscontrare sono da attribuire interamente me stesso.

Maurizio Mazziero

I mercati hanno evidenziato una forte mancanza di fiducia nella solidità finanziaria del nostro Paese.

Un trimestre convulso, che ci ha spinti sino all'orlo del baratro, o forse anche oltre.

Questo numero dell'Osservatorio si arricchisce di tre firme: Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford.

I rating

Anche nel quarto trimestre del 2011 si sono avvicinati una serie di tagli di rating da parte delle agenzie di valutazione; in particolare, il 14 ottobre la Spagna è stata portata ad A- da Standard & Poor's.

Il 13 gennaio 2012 è giunta un'altra raffica di revisioni al ribasso da parte di Standard & Poor's che ha modificato il merito di credito di ben nove Stati europei.

L'adeguamento più clamoroso, sebbene largamente atteso, è stata la perdita della tripla A per Francia e Austria; mentre l'Italia ha perso due gradini portandosi da A a BBB+, pari al livello dell'Irlanda, e mantenendo l'outlook negativo. Perdita di due gradini anche per Spagna e Portogallo, rating A per la prima e BB+ per la seconda, a livello di Junk Bond (letteralmente titolo spazzatura, ma tecnicamente titolo non idoneo all'investimento).

Come conseguenza della perdita della tripla A da parte di due Paesi su sei dell'Eurozona, Standard & Poor's ha abbassato il 16 gennaio anche il merito di credito dell'European Financial Stability Facility (EFSF) ad AA+, riflettendo una minore capacità di finanziamento ad interessi contenuti da parte dei Paesi dell'area Euro.

L'Italia ha perso due gradini portandosi da A a BBB+.

Standard & Poor's ha abbassato il 16 gennaio anche il merito di credito dell'European Financial Stability Facility (EFSF).

Rating S&P	Probabilità di Default	Paesi			
AAA	Quasi nulla	Svizzera	Germania	Olanda	UK
AA+	Molto bassa	Stati Uniti	Francia	Austria	
AA		Belgio			
AA-	Bassa	Cina	Giappone		
A+					
A		Spagna			
A-	Medio bassa				
BBB+		Italia	Irlanda		
BBB	Media				
BBB-					
BB+		Portogallo			
BB	Medio alta				
BB-					
B+					
B					
B-	Alta				
CCC+					
CCC					
CCC-	Molto alta				
CC		Grecia			
C	Altissima				
D	Certa				

Tabella 1: Rating dei principali Paesi a confronto secondo Standard & Poor's (Elaborazione su dati Standard & Poor's)

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's	
Austria	AA+	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Negativo
Belgio	AA	Negativo	AA	Negativo	Aa3	Negativo
Cipro	BB+	Negativo	BBB-	Negativo	Baa3	Negativo
Danimarca	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile
Estonia	AA-	Negativo	A+	Stabile	A1	Stabile
Finlandia	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile
Francia	AA+	Negativo	AAA	Negativo	Aaa	Negativo
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile
Grecia	CC	Negativo	CCC	NA	Ca	Negativo
Irlanda	BBB+	Negativo	BBB+	Negativo	Ba1	Negativo
Italia	BBB+	Negativo	A-	Negativo	A3	Negativo
Lussemburgo	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile
Malta	A-	Negativo	A+	Stabile	A3	Negativo
Norvegia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile
Olanda	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile
Portogallo	BB	Negativo	BB+	Negativo	Ba3	Negativo
Regno Unito	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo
Slovacchia	A	Stabile	A	Stabile	A2	Stabile
Slovenia	A+	Negativo	AA-	Negativo	A2	Negativo
Spagna	A	Negativo	A	Negativo	A3	Negativo
Stati Uniti	AA+	Negativo	AAA	Negativo	Aaa	Negativo
Svezia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile

Tabella 2: Rating dei principali Paesi secondo Standard & Poor's, Fitch e Moody's
(Elaborazione su dati Standard & Poor's, Fitch e Moody's)

S&P	Fitch	Moody's
AAA	AAA	Aaa
AA+	AA+	Aa1
AA	AA	Aa2
AA-	AA-	Aa3
A+	A+	A1
A	A	A2
A-	A-	A3
BBB+	BBB+	Baa1
BBB	BBB	Baa2
BBB-	BBB-	Baa3
BB+	BB+	Ba1
BB	BB	Ba2
BB-	BB-	Ba3
B+	B+	B1
B	B	B2
B-	B-	B3
CCC+	CCC+	Caa1
CCC	CCC	Caa2
CCC-	CCC-	Caa3
CC	CC	Ca
C	C	C
D	D	

Tabella 3: Corrispondenza dei Rating di Standard & Poor's, Fitch e Moody's

Nessuna modifica al momento per la Grecia che resta al livello CC con probabilità di default molto alta.

Come sempre i commenti su questa revisione dei rating sono stati aspri, a conferma che sia la UE sia i singoli Paesi non si rendono conto, o peggio negano ad oltranza, la precarietà dei conti pubblici e il pauroso deterioramento del portafoglio titoli della BCE; una banca centrale che ha ormai abbandonato la strada della stabilità e del rigore, trasformandosi in un veicolo al limite di una *Bad Bank*, con asset pericolosi in portafoglio.

La *Tabella 1* mostra il rating dei principali Paesi a confronto secondo Standard & Poor's, l'agenzia di rating che dopo la cinese Dagong sembra essere la più severa.

In questo breve scorcio del 2012, anche Fitch, il 27 gennaio, ha modificato il rating dei Paesi europei, abbassandoli: Belgio, Cipro, Irlanda, Slovenia, Spagna e Italia, declassata da A+ ad A-; per tutti questi Paesi l'outlook è negativo, il che significa una probabilità superiore al 50% che entro due anni vi sia un ulteriore abbassamento del merito di credito.

Il 13 febbraio anche Moody's ha modificato il rating e l'outlook per diversi Paesi europei; l'Italia è stata portata da A2 ad A3, la Spagna da A1 ad A3, il Portogallo da Ba2 a Ba3, mentre l'outlook per Austria, Francia e Regno Unito è stato portato a negativo pur mantenendo il rating Aaa. Invariato per il momento, secondo Moody's, il rating Aaa per l'European Financial Stability Facility (EFSF).

La *Tabella 2* riporta il rating per la maggior parte dei Paesi dell'Unione Europea il rating assegnato dalle tre agenzie: Standard & Poor's, Fitch e Moody's, insieme all'outlook. La *Tabella 3* invece riporta per comodità la corrispondenza dei livelli di rating fra le tre agenzie.

Il debito pubblico

Dopo aver superato la soglia dei 1.900 miliardi, il 2011 si chiude con un debito pubblico di 1.898 miliardi con un incremento per l'intero anno di quasi 55 miliardi; troppi considerando le ripetute manovre di stabilizzazione attuate dai Governi Monti e Berlusconi, ma sempre inferiori agli 82 miliardi del 2010. Il debito pro capite raggiunge la somma di 31.190 euro in base alla stima demografica Istat della popolazione residente a fine 2011 di 60 milioni e 581 mila unità, di cui 4 milioni e 859 mila stranieri che vengono comunque inclusi in questo calcolo.

La BCE; ha ormai abbandonato la strada della stabilità e del rigore.

Fitch, ha declassato l'Italia da A+ ad A-.

Moody's, ha declassato l'Italia da A2 ad A3.

Nel 2011 il debito pubblico ha raggiunto 1.898 miliardi, 55 in più del precedente anno.

(Milioni di Euro)	2010		2011	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	1.788.196	26.967	1.880.007	36.780
Febbraio	1.795.132	6.936	1.876.128	-3.879
Marzo	1.797.808	2.676	1.868.283	-7.845
Aprile	1.812.864	15.056	1.890.566	22.283
Maggio	1.827.181	14.317	1.897.522	6.956
Giugno	1.822.050	-5.131	1.901.874	4.352
Luglio	1.838.296	16.246	1.911.807	9.933
Agosto	1.843.006	4.710	1.899.553	-12.254
Settembre	1.844.817	1.811	1.883.749	-15.804
Ottobre	1.867.398	22.581	1.909.072	25.334
Novembre	1.869.924	2.526	1.904.859	-4.213
Dicembre	1.843.227	-26.697	1.897.946	-6.913
Incremento		81.998		54.730

*Tabella 4: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2010 al 2011
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Al momento della redazione di questo Quaderno di Ricerca (metà febbraio 2012), il dato del debito pubblico appare moderatamente più elevato: con una proiezione attuale di oltre 1.910 miliardi (elaborazione Istituto Bruno Leoni).

La *Tabella 4* mostra l'andamento del debito pubblico nel corso dei dodici mesi raffrontandolo con l'anno precedente; i numeri in colore nero rappresentano un incremento del debito mentre quelli di colore rosso, con un segno meno, presentano una diminuzione del debito. L'aspetto positivo è che nel 2011, sei mesi hanno visto un aumento del debito ed altri sei hanno costituito un surplus; peggio era andata l'anno precedente con soli due mesi di diminuzione del debito. L'aspetto negativo è rappresentato dalla presenza di mesi, come gennaio, aprile e ottobre, con degli sbilanci notevoli e conseguenti aggravamenti repentini del debito.

La *Tabella 5*, riassume la progressione del debito a partire dall'anno 2000; il suo incremento dall'inizio della scorsa decade ha ormai raggiunto una cifra vicina ai 600 miliardi, con un +45,96%. Il dato preoccupante è la progressione di questo debito e di come esso appaia cronico indipendentemente dalla compagine politica incaricata di governare. L'incremento per l'intero anno 2011 è stato pari al 2,97%; in calo rispetto ai valori del triennio 2008-2010, mantenutosi al di sopra del 4%, ma ancora troppo elevato visto l'imponente mole raggiunta dal debito.

Il debito è aumentato dal 2000 a oggi di 600 miliardi.

In termini percentuali il debito nel 2011 è aumentato del 2,97% rispetto al precedente anno.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito
Anno 2000	1.300.341		
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%
Anno 2010	1.843.227	81.998	4,66%
Anno 2011	1.897.946	54.719	2,97%
Incremento		597.605	45,96%

*Tabella 5: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 2011
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Per dare un'idea della gigantesca mole del debito pubblico italiano è come se ogni giorno dalla nascita di Gesù Cristo fossero stati accumulati 2 milioni e 600 mila euro di debito; oppure 34 milioni e 500 mila euro di debito per ogni giorno a partire dalla nascita dello Stato Italiano, il 17 marzo 1861.

Questi numeri ci mostrano una cruda realtà: non esiste nessuna possibilità di restituire in un tempo congruo (un quarto di secolo?) un simile ammontare di debito; salvo l'innescò di valori elevati di inflazione, con conseguente diluizione del debito, o peggio del ripudio del debito stesso nei confronti dei creditori nazionali o esteri.

A questo aspetto si aggiunge la preoccupante conformazione della piramide demografica italiana, riportata nella *Figura 1*; si osserva come la generazione nata nel periodo del boom economico degli anni '60 del secolo scorso si stia avvicinando al termine della propria vita lavorativa. Nel contempo il ricambio generazionale risulta alquanto limitato, pur con qualche modesto rinforzo da parte degli stranieri nati in Italia. Questa piramide demografica rappresenta in modo lampante l'esplosiva situazione della sicurezza sociale nel nostro Paese.

In base a uno studio Eutekne, il 43,5% del debito si è formato nella Prima Repubblica, sino all'insediamento del primo Governo Amato nel 1992; il restante 56,5% è frutto della Seconda Repubblica. Altro aspetto interessante è che nella Seconda Repubblica si sono avvicendati 11 Governi, compreso il Governo Monti; su 11 Governi ben 5 sono stati di impostazione tecnica. Anche questo la dice lunga sulla capacità della politica nostrana a governare o piuttosto della spiccata propensione a sperperare, elargendo benefici insostenibili, per poi cedere la mano nel momento in cui occorre stringere la cinghia.

Debito di 2,6 milioni al giorno dalla nascita di Cristo.

Debito di 34,5 milioni al giorno dalla nascita dello Stato Italiano.

Il 56,5% del debito è frutto della Seconda Repubblica.

Nella Seconda Repubblica 5 Governi su 11 sono stati tecnici.

PIRAMIDE DELLA POPOLAZIONE RESIDENTE PER CITTADINANZA E PAESE DI NASCITA – ITALIA
Anno 2012, stima al 1° gennaio

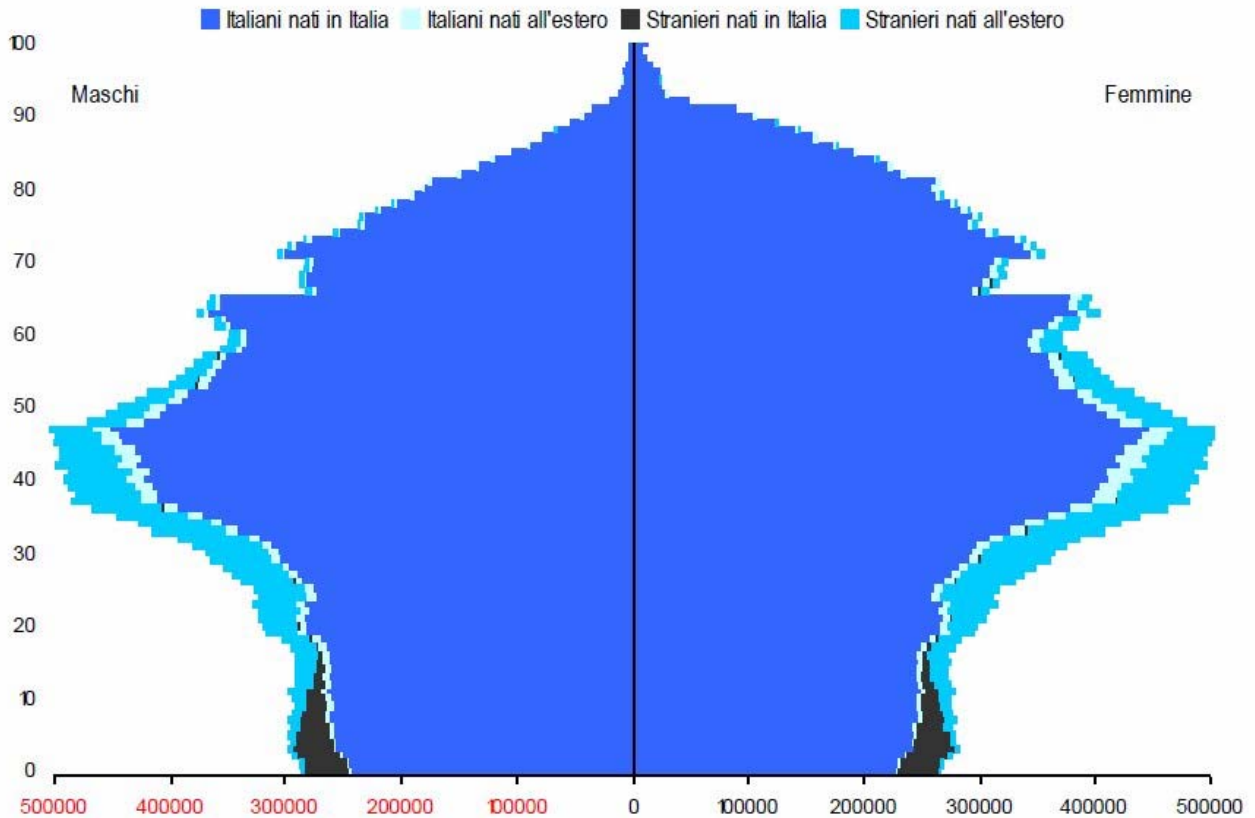


Figura 1: Piramide demografica italiana; stima all'1 gennaio 2012
(Fonte Istat)

Interessante il dato diffuso dalla CGIA di Mestre, il 28 novembre scorso: negli ultimi 12 anni gli italiani hanno subito 20 manovre per 575,5 miliardi (in Bibliografia si possono trovare i riferimenti al comunicato).

Se aggiungiamo a questa cifra l'incremento di 600 miliardi di debito pubblico, passato da 1.300 a 1.900 miliardi, si evince che la politica in 12 anni ha provocato un danno ai cittadini di quasi 1.200 miliardi, 100 in media ogni anno.

Anche questo dato arricchisce un quadro, già ben noto in queste pagine, circa l'irresponsabilità della politica nel suo complesso e la scarsa attenzione nei confronti degli interessi del popolo che l'ha eletta.

A fronte di un enorme debito dello Stato, la ricchezza media delle famiglie italiane nel 2010 era pari a 163.875 euro per famiglia; per contro ben il 27,7% delle famiglie si trovava indebitata.

Negli ultimi 12 anni gli italiani hanno subito 20 manovre per 575,5 miliardi.

Nel 2010 ben il 27,7% delle famiglie si trovava indebitata.

Nota: i primi due commenti sono già stati pubblicati nel precedente Osservatorio, se ne riporta il testo per comodità di lettura.

Ocse, Comunicato Stampa, 5 dicembre 2011

Il Segretario generale dell'OCSE Angel Gurría ha accolto favorevolmente le misure adottate dal governo italiano per affrontare la sostenibilità fiscale garantendo al contempo la crescita e l'equità. Le riforme proposte per il sistema pensionistico vanno nella giusta direzione di innalzare l'età pensionabile, introducendo flessibilità al termine della carriera lavorativa di una persona. Tali misure dovrebbero garantire il raggiungimento dell'obiettivo del pareggio di bilancio entro il 2013.

Camera dei Deputati, Indagine conoscitiva sul decreto recante disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici – Testimonianza del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, 9 dicembre 2011

Il decreto legge riduce l'indebitamento netto di 20,2, 21,3 e 21,4 miliardi rispettivamente nel 2012, 2013 e 2014. In rapporto al prodotto la correzione è pari a 1,3 punti percentuali in ciascun anno. Le misure si aggiungono a quelle approvate nel corso dell'estate e con la legge di stabilità per il 2012, che determinavano una diminuzione del disavanzo pari a 28,3 miliardi nel 2012, 54,3 nel 2013 e 59,8 nel 2014. Nel complesso, le misure dovrebbero ridurre l'indebitamento netto di circa 3 punti percentuali del Pil nel 2012 e di oltre 4,5 punti in media nel biennio 2013-14.

Il netto deterioramento delle prospettive di crescita manifestatosi nei mesi scorsi e il drastico peggioramento delle condizioni di finanziamento dello Stato hanno reso le pur rilevanti misure correttive adottate nel corso dell'estate insufficienti a rispettare l'impegno assunto a livello europeo di conseguire il pareggio di bilancio nel 2013. Si determinava un ulteriore aumento del differenziale tra i titoli decennali italiani e quelli tedeschi che nella seconda settimana di novembre raggiungeva il valore massimo di 575 punti base. Divenivano quindi estremamente urgenti interventi aggiuntivi di consolidamento del bilancio pubblico e un'azione ancor più risoluta volta ad affrontare i problemi strutturali dell'economia italiana.

Ocse, Comunicato Stampa, 6 febbraio 2012

L'Italia ha avviato un programma di riforme molto ambizioso ma indispensabile per rafforzare la finanza pubblica, rilanciare la crescita e migliorare la competitività della sua economia.

Il programma di riforme è molto articolato e ben concepito. Si basa sul principio dell'azione su più fronti, che è fondamentale per migliorare la performance dell'economia e il benessere degli italiani. [...]

Le analisi dell'OCSE mostrano che un simile pacchetto di riforme ha un enorme potenziale per rilanciare la crescita e la competitività. [...]

Un pacchetto di misure per accrescere la concorrenza e liberalizzare i mercati potrebbe aumentare la produttività dell'economia italiana di circa l'8% nei dieci anni successivi all'introduzione delle misure. Quasi metà di questo guadagno di produttività potrebbe derivare dalla sola liberalizzazione dei servizi professionali.

Altri paesi hanno tratto benefici da misure simili. Per esempio in Svezia, la liberalizzazione dei monopoli, il rafforzamento della normativa per la concorrenza, la riforma della normativa su taxi, aviazione civile, telecomunicazioni, ferrovie, servizi postali e settore elettrico hanno aumentato la produttività di quasi lo 0.5 % all'anno nel periodo 1988- 2007. [...]

Il Governo ha giustamente messo la lotta al dualismo e al precariato nel mercato del lavoro in cima alla sua agenda. [...] Le nostre analisi mostrano che un pacchetto di riforme in questo settore porterebbe sicuramente a un aumento sia della produttività che dell'occupazione. Porterebbe inoltre alla creazione di opportunità di lavoro per i gruppi meno protetti, i giovani, le donne, gli immigrati, che finiscono spesso per trovarsi in condizioni di seria precarietà. [...]

Anche sul fronte fiscale il Governo ha adottato misure importanti che migliorerebbero la struttura del prelievo diretto e indiretto rendendolo più equo e più favorevole alla crescita. Il Governo sta inoltre intensificando la lotta all'evasione e riducendo l'elusione, settori per i quali avevamo evidenziato il bisogno di un intervento già nel nostro ultimo Economic Survey sull'Italia. [...]

Signor Presidente, le riforme introdotte dal suo Governo servono all'Italia ma servono anche all'Europa. Liberare energie per la crescita e rafforzare la competitività sono elementi essenziali per risolvere la crisi dell'euro.

L'OCSE è a disposizione dell'Italia per sostenere l'azione del Governo nel suo importante sforzo di riforma. Contate su di noi!

(Milioni di Euro)	2010			2011		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	29.551	22.122	7.429	32.068	22.996	9.072
Febbraio	26.478	33.501	-7.023	27.028	30.944	-3.916
Marzo	31.332	47.162	-15.830	31.072	49.217	-18.145
Aprile	26.237	37.721	-11.484	28.729	29.328	-599
Maggio	31.689	42.073	-10.384	34.474	34.722	-248
Giugno	43.556	31.860	11.696	38.613	62.066	-23.453
Luglio	39.096	45.482	-6.386	39.361	38.361	1.000
Agosto	35.290	35.075	215	37.200	29.128	8.072
Settembre	25.364	34.433	-9.069	25.449	23.471	1.978
Ottobre	29.850	36.270	-6.420	30.933	31.065	-132
Novembre	35.728	44.738	-9.010	32.083	51.614	-19.531
Dicembre	75.432	77.190	-1.758	80.859	99.050	-18.191
Totale	429.603	487.627	-58.024	437.869	501.962	-64.093

*Tabella 6: Andamento entrate e uscite statali dal 2010 al 2011
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Una ricchezza che, pur rappresentando il famoso “pollo di Trilussa”, potrebbe far gola e che più volte “malpensanti” economisti hanno proposto di addentare per compensare le vuote casse statali. Si tratta a nostro modesto avviso di un'idea sciagurata, che speriamo mai la disperazione porti a concretizzarsi.

Anche questo dato verrà osservato periodicamente in queste pagine, rilevandone le tendenze di fondo.

Nella *Tabella 6*, si può osservare la progressione delle entrate e delle spese statali nel corso del 2011; le cifre in rosso questa volta rappresentano un disavanzo, cioè spese superiori alle entrate, mentre quelli in nero mostrano un avanzo con spese inferiori alle entrate. Come è possibile notare: i mesi in disavanzo sono ancora la più parte e con importi ben maggiori rispetto a quelli in surplus. I conti pubblici visti da questo lato presentano un peggioramento rispetto alle dinamiche del 2010, con sforamenti consistenti in almeno quattro mesi su 12. Il risultato finale presenta entrate in crescita rispetto all'anno precedente di 8 miliardi e spese in aumento di 14 miliardi, ancora un forte sbilancio dei conti pubblici che evidenziano uscite ormai al di sopra dei 500 miliardi.

Aggiungiamo che secondo le statistiche di finanza pubblica pubblicate dalla Banca d'Italia il 17 ottobre scorso le entrate statali sono pari al 46% del Pil, mentre le spese sono il 50,6% del Pil; ulteriore segno di uno squilibrio incipiente da parte di un apparato statale che ha raggiunto dimensioni elefantache e che viene finanziato con una pressione fiscale al 42,6% del Pil.

Forte sbilancio dei conti pubblici che evidenziano uscite ormai al di sopra dei 500 miliardi.

Le entrate statali sono pari al 46% del Pil, mentre le spese sono il 50,6% del Pil.

La pressione fiscale è pari al 42,6% del Pil.

Lo stock di Titoli di Stato

La *Tabella 7* mostra l'andamento dello stock di Titoli di Stato dal 2006 al 2011; l'incremento è stato di circa 330 miliardi in sei anni, ben 50 in più nel solo 2011 che ha portato l'ammontare complessivo in gennaio a quasi 1.625 miliardi. Come è possibile constatare la dinamica è abbastanza correlata all'aumento del debito pubblico; fabbisogni crescenti delle Amministrazioni Pubbliche vengono finanziati con emissione di nuovo debito collocato sui mercati. Aspetto evidente anche a livello grafico osservando la *Figura 2*.

I tassi di interesse medio che tra novembre e dicembre avevano sfiorato il 7,4% per i BTP a 10 anni e il 9% per i CCT, si veda la *Figura 3*, si sono poi sensibilmente ridimensionati nel mese di gennaio 2012. Tale aspetto è estremamente importante per la sostenibilità del debito in quanto come affermato dal Governatore Visco il 30 agosto scorso, uno spostamento verso l'alto della curva dei rendimenti di 100 punti base (1%) comporterebbe un incremento della spesa per interessi pari a circa 0,2 punti percentuali di Pil nel primo anno e a 0,4 e 0,5 punti rispettivamente nel secondo e nel terzo anno.

In un panorama così deteriorato appare sensata la riduzione della vita media del debito che a gennaio raggiunge i 6,81 anni, in ulteriore calo dal dato dicembre 2011, pari a 6,99 anni (si veda la *Figura 4*).

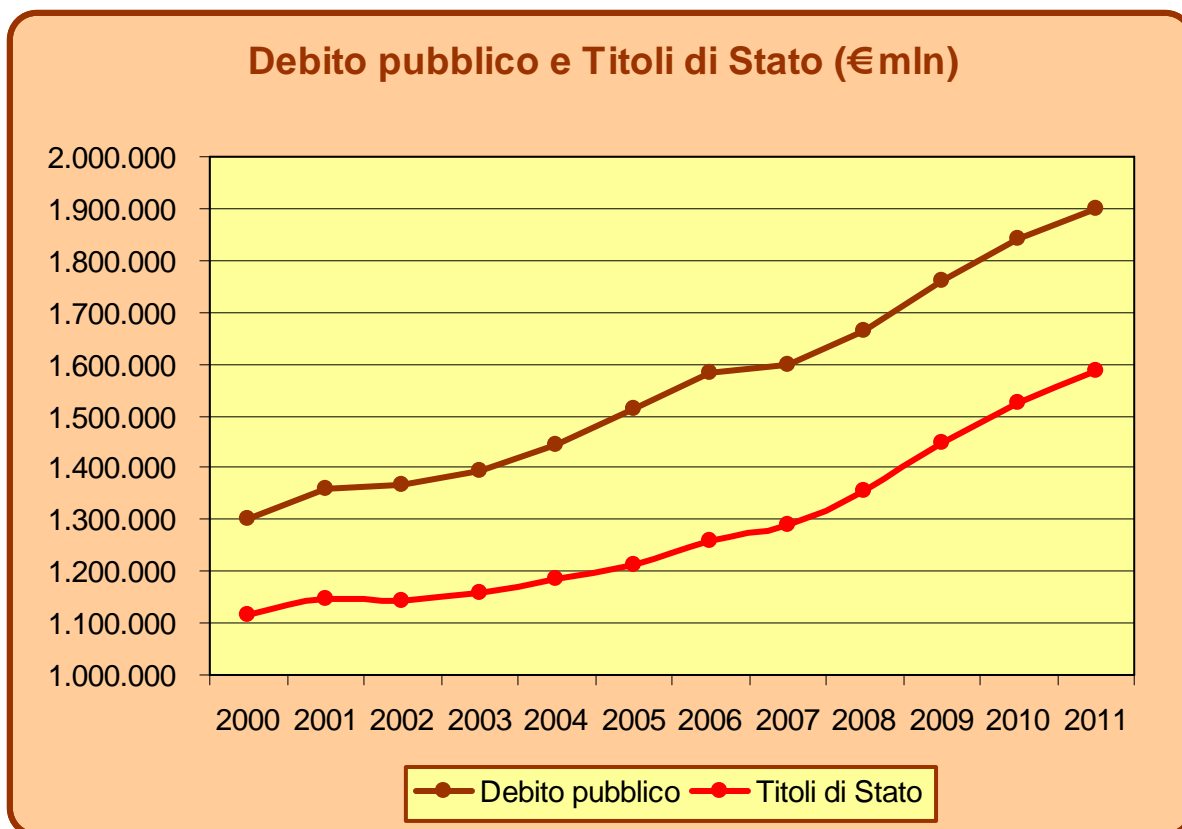
L'ammontare di Titoli di Stato a gennaio 2012 è di quasi 1.625 miliardi.

Un 1% in più pagato sugli interessi comporta una maggiore spesa di 0,2 punti di Pil.

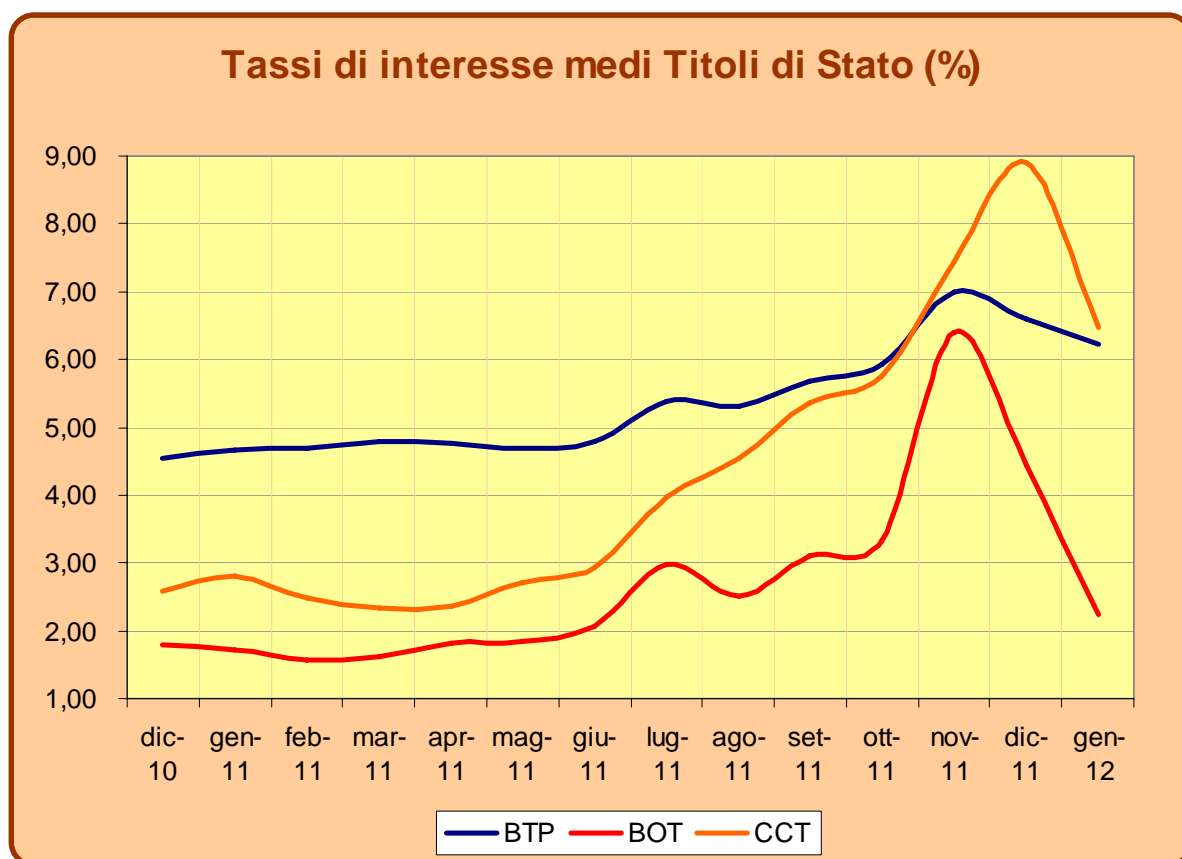
Riduzione della vita media del debito che giunge a 6,81 anni.

(Milioni di Euro)	Titoli di Stato	Vita residua	Interessi passivi	Tasso Medio
Anno 2006	1.256.946	6,77	68.578	5,46%
Anno 2007	1.288.578	6,85	77.126	5,99%
Anno 2008	1.356.207	6,82	81.161	5,98%
Anno 2009	1.446.133	7,07	71.288	4,93%
Anno 2010	1.526.334	7,20	65.952	4,32%
Anno 2011	1.586.741	6,99	(Nov. 2011) 67.931	NA
Genn. 2012	1.624.583	6,81	NA	NA

*Tabella 7: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 al 2011
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*



*Figura 2: Debito Pubblico e Titoli di Stato dal 2000 al 2011
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*



*Figura 3: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da dic. 2010 a gen. 2012
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Vita residua Titoli di Stato

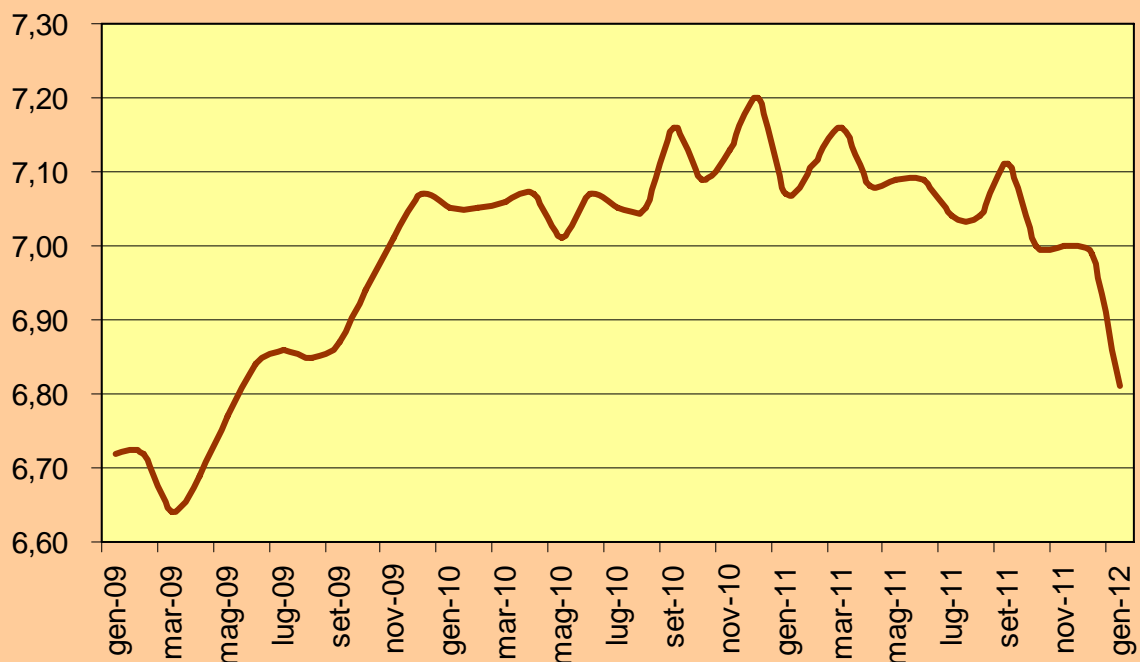


Figura 4: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2009 a genn. 2012
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Titoli di Stato in scadenza sino Dic. 2012 (€mil.)

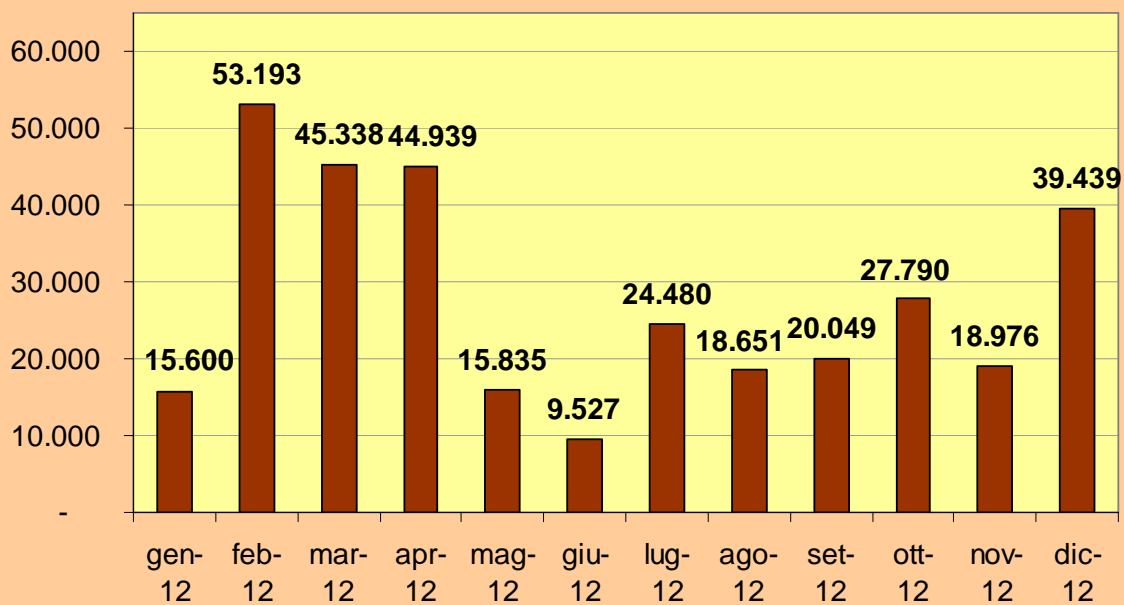


Figura 5: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2012
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Proprio per questo nell'audizione del 17 gennaio alla Camera dei Deputati, la Dirigente Generale del Tesoro Maria Cannata, ha specificato che soprattutto nei primi mesi dell'anno saranno sicuramente incrementate le emissioni a più breve termine, BOT e titoli fino a tre anni, per poi tornare dalla seconda metà dell'anno ad una più uniforme distribuzione lungo la curva dei rendimenti.

Come si può osservare la gestione delle emissioni di Titoli di Stato viene attentamente studiata e ha raggiunto, in un Paese come il nostro, livelli di sofisticazione molto elevata; d'altra parte, non potrebbe essere diversamente visto la mole di titoli che vengono annualmente collocati.

A tal proposito la *Figura 5* presenta i Titoli in scadenza sino alla fine dell'anno in corso; febbraio, marzo e aprile presentano scadenze delicate, in cui dovranno essere rinnovati circa 145 miliardi di Titoli; non da meno nel secondo semestre potranno emergere mesi da sorvegliare quando i titoli a breve scadenza collocati in questo inizio 2012 giungeranno al rimborso.

Nel contempo continuano le operazioni straordinarie da parte della BCE nel fornire liquidità in particolar modo alle banche private, che sono così tornate a comprare Titoli di Stato; si legga a tal proposito la sezione degli Approfondimenti.

La *Figura 6* mostra la variazione della composizione dello stock di Titoli di Stato da dicembre 2009 a dicembre 2011; le differenze rispetto al trimestre precedente sono una diminuzione della quota dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT – colore rosso) e un incremento dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP – colore blu). Le variazioni sulla suddivisione dei tassi, riportate nella *Figura 7*, vedono un incremento dei tassi fissi che superano la quota del 70% sull'intero stock; un aspetto non molto favorevole visto che probabilmente tale incremento ha avuto luogo in un periodo di tassi di interesse medi molto elevati, si veda ancora a tal proposito la *Figura 3*.

La gestione delle emissioni di Titoli di Stato viene attentamente studiata.

Tra febbraio e aprile scadranno circa 145 miliardi di Titoli di Stato.

La quota di tasso fisso ha superato il 70% dell'intero stock di Titoli di Stato.

Composizione Titoli di Stato

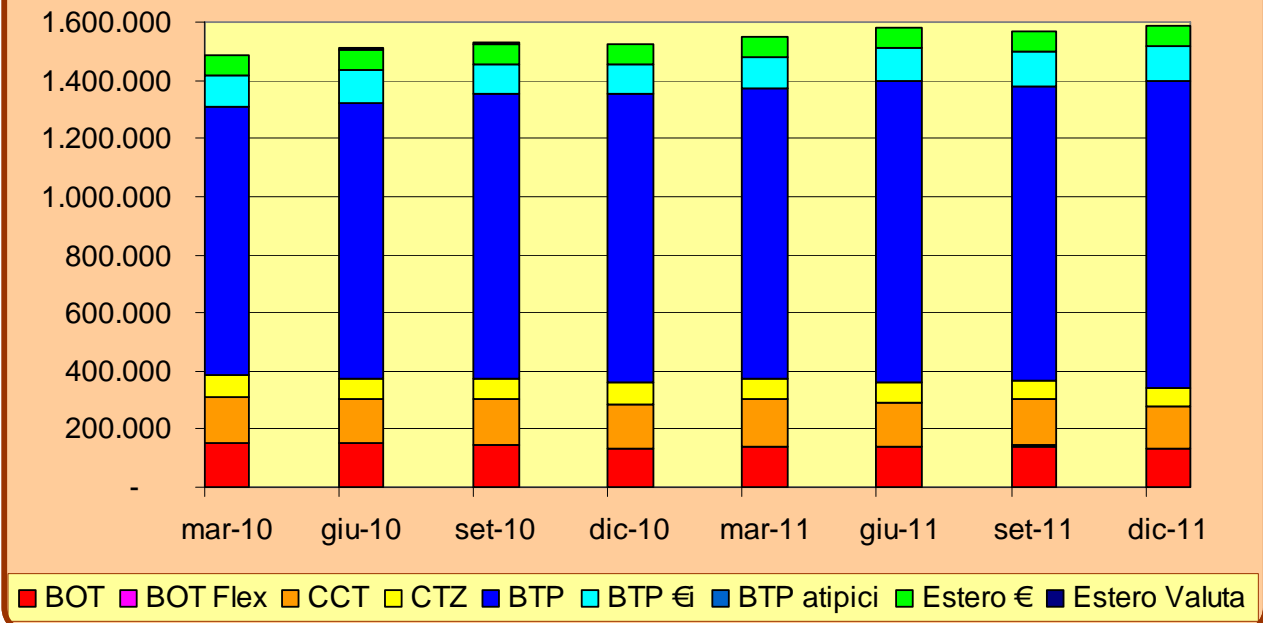


Figura 6: Tipologia dei Titoli di Stato da mar. 2010 al dic. 2011
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Titoli di Stato - suddivisione per tassi

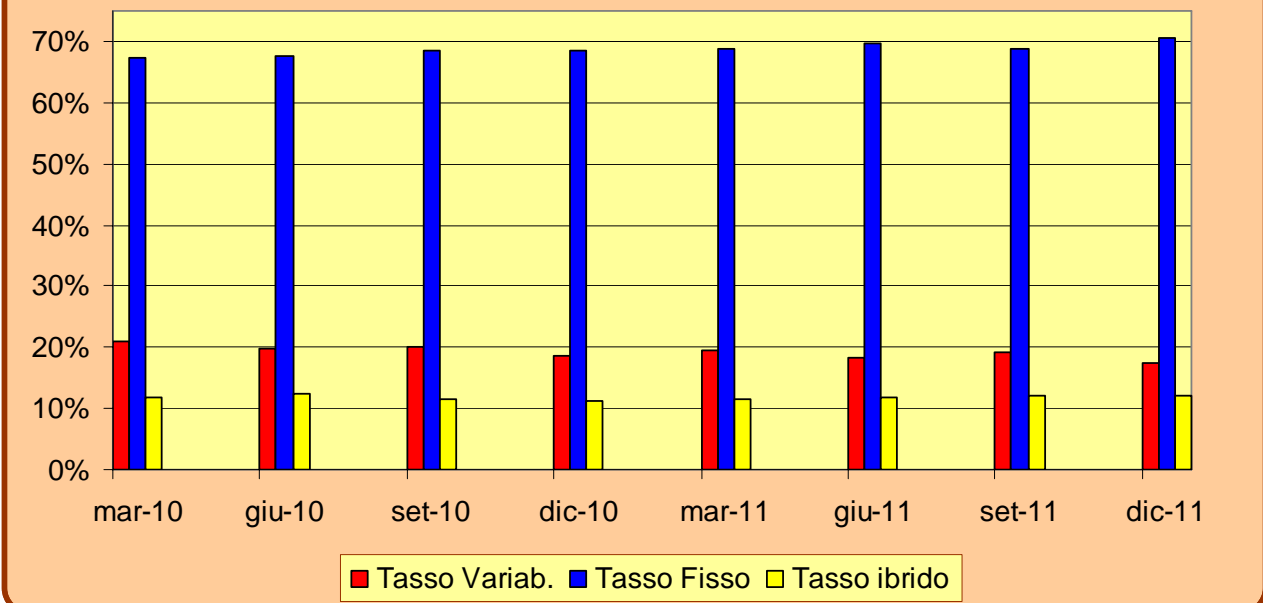


Figura 7: Suddivisione dei Titoli di Stato in tasso fisso e variabile dal mar. 2010 al dic. 2011
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Le Riserve della Banca d'Italia

	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	26.278		18%
Riserve verso FMI	4.481		3%
Diritti speciali prelievo	7.053		5%
Oro	104.339		73%
Altre attività di riserva	-		
		142.151	100%
Altre attività in valuta estera	4.506	4.506	

*Tabella 8: Riserve Banca d'Italia a gennaio 2012
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La somma delle riserve ufficiali a gennaio 2012 era pari a circa 142 miliardi (si veda la *Tabella 8*); in crescita dai 139 miliardi registrati a novembre nel precedente Osservatorio. Si tratta di una variazione attribuibile in larga parte all'aumento del prezzo dell'oro in questo periodo. Ricordiamo che l'Italia è il terzo Paese al mondo, se si esclude il Fondo Monetario Internazionale, nella detenzione del metallo giallo, dopo Stati Uniti e Germania. Le riserve in oro ammontano a 2.451,8 tonnellate, corrispondenti a quasi 79 milioni di once.

Pur in presenza di questo dato positivo, l'ammontare complessivo delle riserve appare di poco conto rispetto a quello del debito pubblico, rappresentandone solo il 7,5%. Appaiono pertanto inconsistenti le proposte, che di tanto in tanto si affacciano, di sanare il debito pubblico mediante l'impiego delle riserve ufficiali.

Il Prodotto Interno Lordo

Come già riportato nel precedente Osservatorio Trimestrale, la nota di aggiornamento del *Documento di Economia e Finanza 2011* ha rivisto le stime di crescita del Pil indicando uno 0,7% per il 2011, 0,6% nel 2012, 0,9% nel 2013 e 1,2% nel 2014.

La relazione del Governatore della Banca d'Italia, Visco, del 9 dicembre scorso ha riportato una stima del Pil nominale, pertanto al lordo dell'inflazione, pari a 1.582 miliardi per il 2011, 1.622 per il 2012, 1.665 per il 2013 e 1.714 per il 2014.

Il rapporto debito/Pil verrebbe stimato al 120,6% per il 2011, al 119,5% per il 2012, al 116,4% per il 2013 e al 112,6% per il 2014.

Riserve Banca d'Italia a gennaio 2012.

La somma delle riserve ufficiali a gennaio 2012 era pari a 142 miliardi.

Le riserve in oro ammontano a 2.451,8 tonnellate.

Il rapporto debito/Pil verrebbe stimato al 120,6% per il 2011.

(Milioni di Euro)	Pil	Delta Pil	Delta % Pil	Debito pubblico	Deficit/Pil	Debito/Pil
Anno 2000	1.191.057		3,69%	1.300.341		109,18%
Anno 2001	1.248.648	57.591	1,82%	1.358.333	4,64%	108,78%
Anno 2002	1.295.226	46.578	0,45%	1.368.512	0,79%	105,66%
Anno 2003	1.335.354	40.128	-0,02%	1.393.495	1,87%	104,35%
Anno 2004	1.391.530	56.176	1,53%	1.444.604	3,67%	103,81%
Anno 2005	1.429.479	37.949	0,66%	1.512.779	4,77%	105,83%
Anno 2006	1.485.377	55.898	2,04%	1.582.009	4,66%	106,51%
Anno 2007	1.546.177	60.800	1,48%	1.598.971	1,10%	103,41%
Anno 2008	1.567.851	21.674	-1,32%	1.663.452	4,11%	106,10%
Anno 2009	1.520.870	- 46.981	-5,20%	1.761.229	6,43%	115,80%
Anno 2010	1.548.816	27.946	1,30%	1.843.227	5,29%	119,01%
Anno 2011 (st.)	1.582.216	33.400	2,16%	1.897.946	3,46%	119,95%

Tabella 9: Pil e debito pubblico nel periodo 2000-2010, stime per il 2011 (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia e MEF)

Purtroppo i dati definitivi a fine 2011 non sono ancora stati rilasciati, mentre la rilevazione Istat del terzo trimestre 2011 ha segnalato una diminuzione della crescita acquisita dallo 0,7% allo 0,5%. La stima preliminare del quarto trimestre ha mostrato un ulteriore rallentamento pari allo 0,7% sul trimestre precedente. Inoltre, tutte le componenti della domanda interna sono risultate in diminuzione; le importazioni si sono ridotte dell'1,1%, mentre le esportazioni sono cresciute dell'1,6%. Pur con una produzione industriale in aumento a dicembre dell'1,4% rispetto al mese precedente, la variazione tendenziale dell'intero 2011 ha segnato un valore nullo rispetto al 2010.

Occorre naturalmente attendere i dati definitivi, ma da quanto emerge dalle stime Istat la crescita del Pil si potrebbe attestare allo 0,4% sull'intero 2011; allo stesso tempo, la presenza di due trimestri con crescita negativa presenterebbe un panorama di recessione per il nostro Paese.

Questi aspetti, potrebbero peggiorare anche di molto i dati riportati nella *Tabella 9*, in particolare per gli indici di sostenibilità: debito/Pil e deficit/Pil. Nelle *Figure 8 e 9*, vengono riportati per comodità di lettura i grafici dei confronti fra i principali Paesi europei dei dati relativi al deficit/Pil e al debito/Pil per l'anno 2010.

La stima del Pil nominale per il 2011 vede una crescita dello 0,4%.

L'Italia si trova attualmente in recessione.

2010 Deficit/Pil in Europa

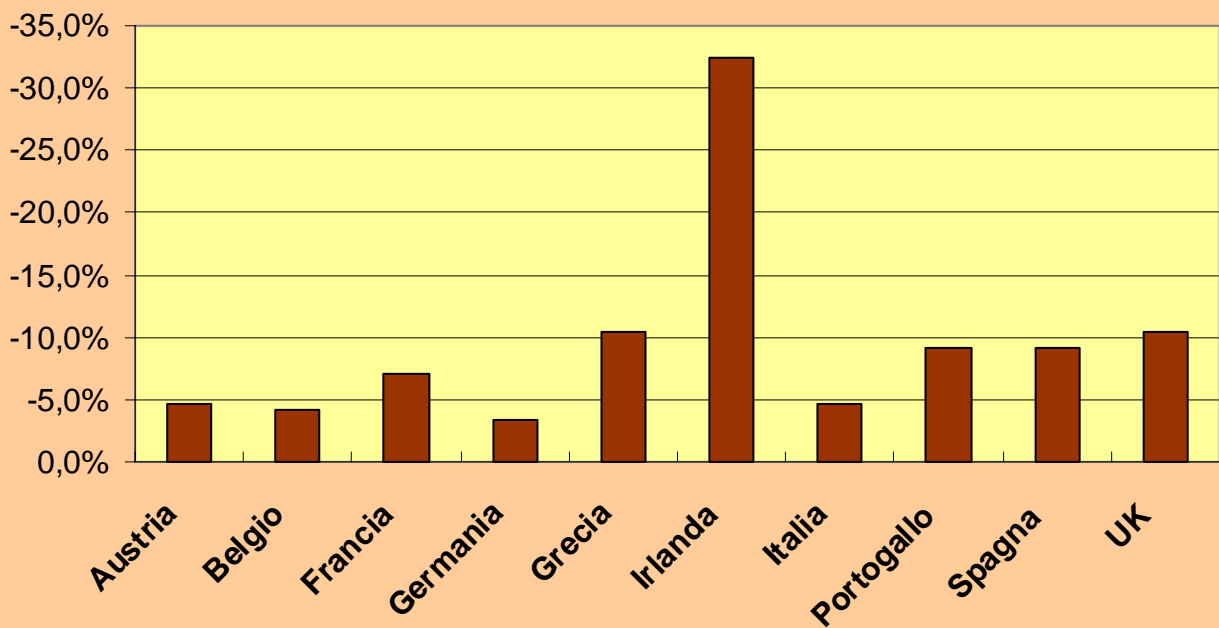


Figura 8: Rapporto deficit/Pil nel 2010 per alcuni Paesi europei
(Elaborazione su dati Eurostat)

2010 Debito pubblico in %Pil in Europa

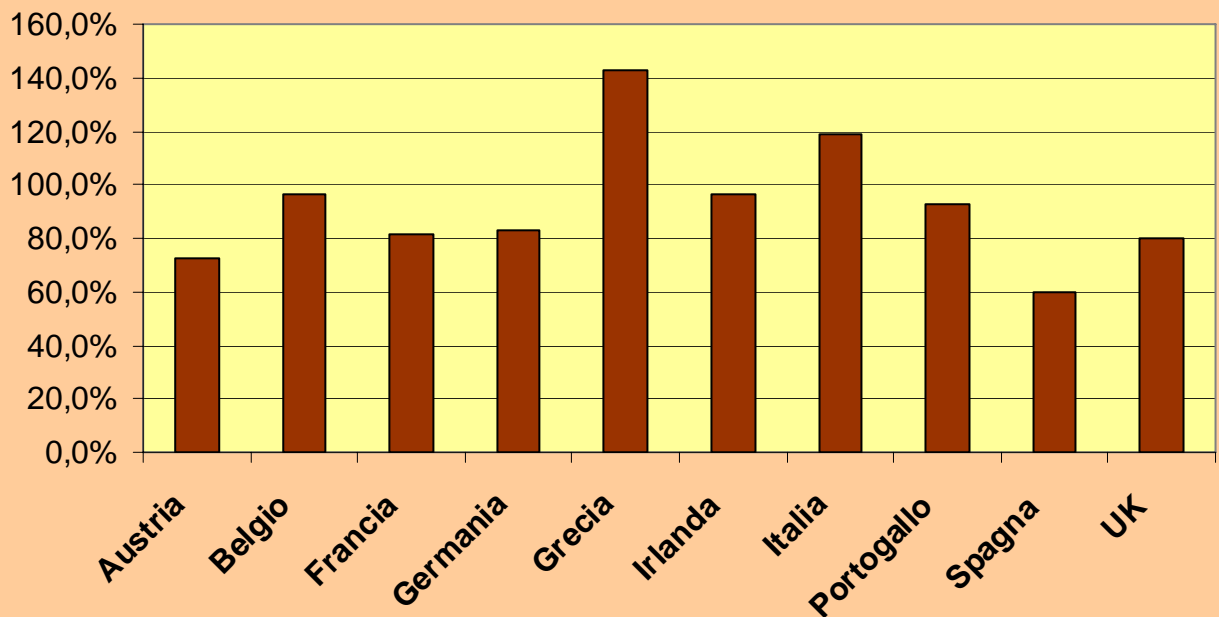
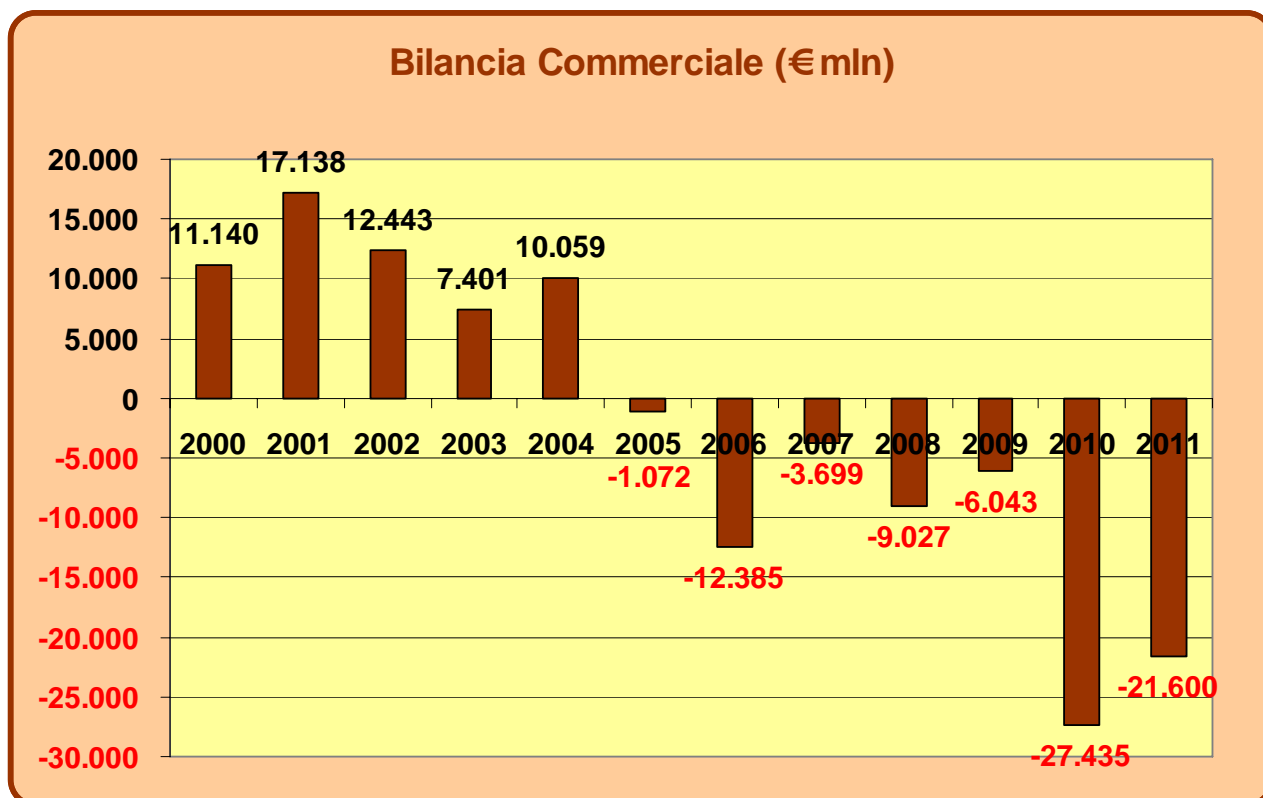


Figura 9: Ammontare del debito pubblico in % di Pil nel 2010 per alcuni Paesi europei
(Elaborazione su dati Eurostat)



*Figura 10: La bilancia commerciale italiana dal 2000 al 2011 (stima per il 2011)
(Elaborazione su dati Istat)*

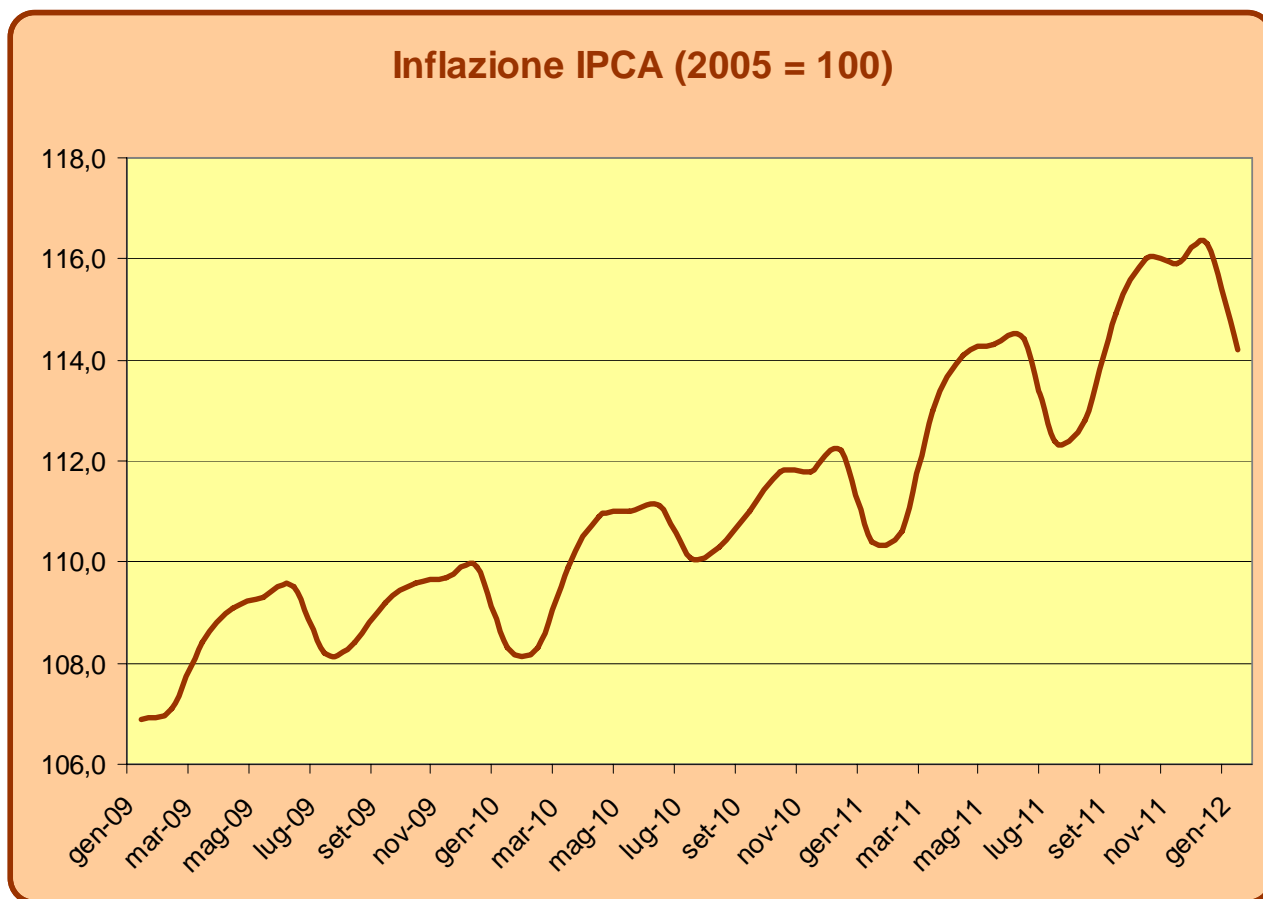
La Bilancia Commerciale

La bilancia commerciale è quella componente del Pil che misura la capacità di un Paese ad esportare; una bilancia commerciale positiva facilita la crescita e garantisce una maggiore sostenibilità dei consumi interni.

Al momento non vi sono ancora i dati relativi al 2011, ma è stata rilasciata una stima preliminare da parte dell'Istat che vede un leggero miglioramento del disavanzo commerciale, previsto a 21,6 miliardi.

La *Figura 10* mostra l'andamento a partire dal 2000; in questo periodo la vocazione commerciale del nostro Paese si è trasformata da esportatore a importatore netto. Il massimo delle esportazioni nette di 17 miliardi nel 2001 ha lasciato posto a un record delle importazioni nette di oltre 27 miliardi nel 2010.

Da un massimo di esportazioni di 17 miliardi nel 2001 si è passati a un record delle importazioni per oltre 27 miliardi.



*Figura 11: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2009 a gennaio 2012
(Elaborazione su dati Istat)*

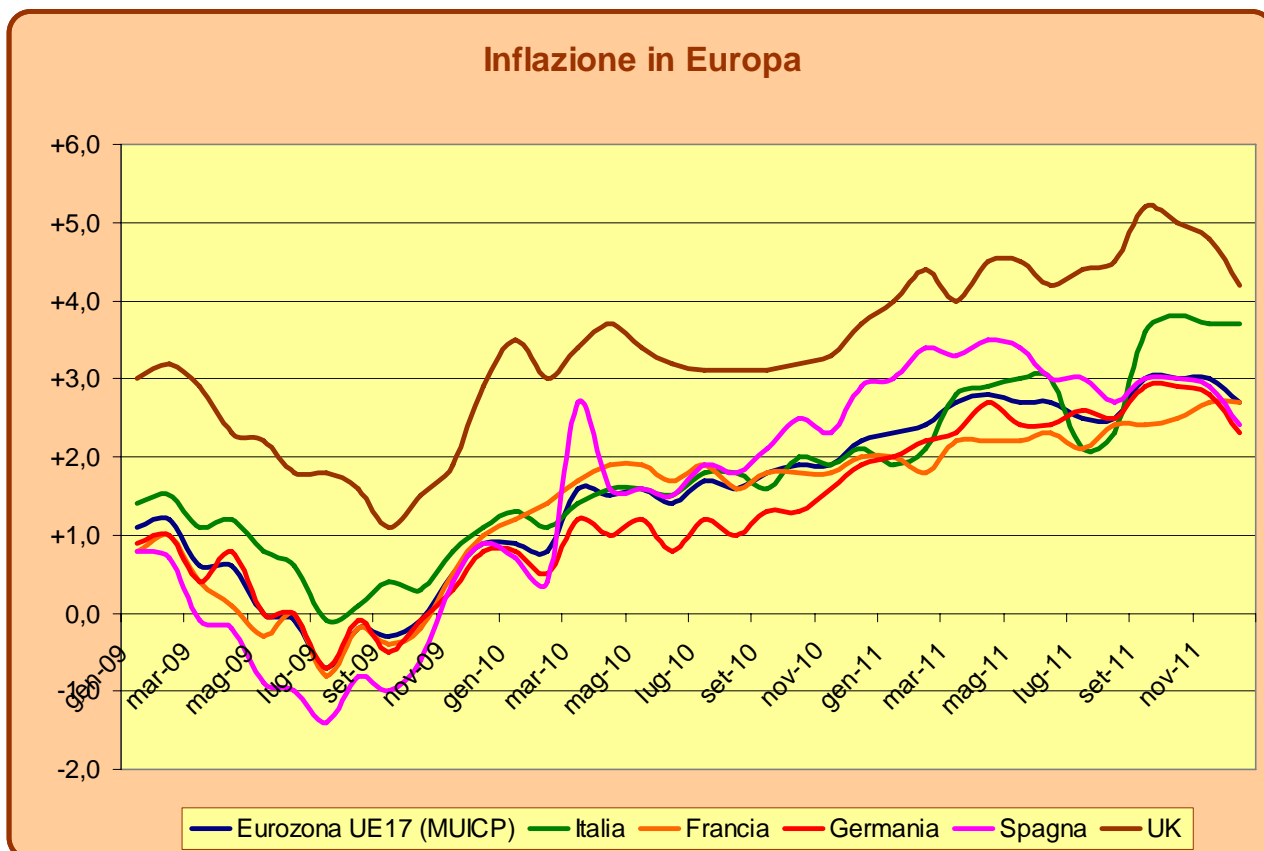
L'inflazione

Sebbene la variazione misurata tra dicembre 2010 e dicembre 2011 sia stata pari al 3,7%, il tasso di inflazione calcolato per il 2011 dall'Istat è stato indicato nel 2,8%; in ogni caso in sensibile accelerazione rispetto all'1,5% registrato per il 2010.

I dati di gennaio mostrano una leggera riduzione dell'inflazione in Italia pari al 3,4% su base annua e in diminuzione rispetto al mese precedente dell'1,8%; la *Figura 11* mostra l'andamento dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato a partire dall'inizio del 2009 (indice IPCA a base 100 nel 2005) in cui si possono osservare i ciclici ripiegamenti di natura stagionale. Proprio a uno di questi cicli è ascrivibile il ripiegamento di gennaio; fenomeno abbastanza ripetitivo negli anni precedenti e spiegabile con la consuetudine dei saldi e delle promozioni di questo periodo.

L'inflazione in Italia ha raggiunto il 3,7% a dicembre.

Modesta riduzione di carattere stagionale a gennaio 2012.



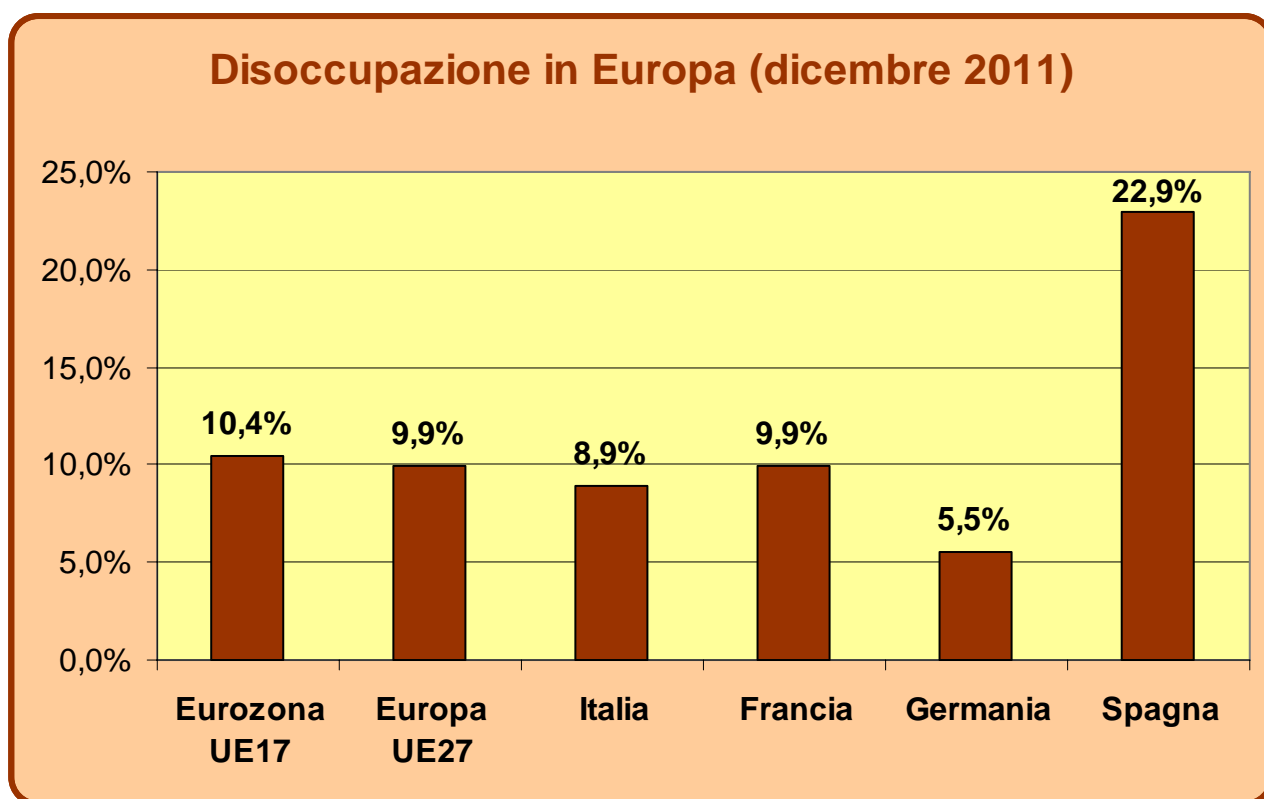
*Figura 12: Inflazione in Europa dal 2009 a dicembre 2011
(Elaborazione su dati Eurostat)*

L'Istat ha inoltre rilevato un'inflazione annuale già acquisita per l'anno 2012 pari all'1,6%.

Vale la pena di riportare che all'inizio di ciascun anno vengono rivisti i panieri Istat per il calcolo della dinamica dei prezzi. Le principali variazioni di quest'anno riguardano l'inserimento di prodotti multimediali come E-book, i computer compatti, la valutazione di alcune classi di tariffe per l'energia elettrica e l'ampliamento della varietà di lotterie considerate.

La tendenza alla crescita dei prezzi è chiara, pur con i periodici rallentamenti, e si tratta di un fenomeno non esclusivamente nostrano, presentandosi con intensità simile in tutti i Paesi europei; si veda a tal proposito la *Figura 12*. Prosegue anche la tendenza inflativa nel Regno Unito che continua a presentarsi ben più elevata che negli altri Paesi europei.

L'inflazione annuale acquisita per l'anno in corso è pari all'1,6%.



*Figura 13: Disoccupazione in Europa a dicembre 2011
(Elaborazione su dati Eurostat)*

La disoccupazione

La disoccupazione in Italia continua a mantenersi a livelli elevati, l'8,9% nel mese di dicembre; ancora più alta è la media europea al 9,9% e dell'Eurozona al 10,4%. La *Figura 13* mostra un raffronto tra i principali Paesi europei, con la Francia al 9,9% e la Spagna al 22,9%; il Paese più virtuoso resta la Germania con un tasso di disoccupazione al 5,5%.

Le ore di Cassa Integrazione autorizzate nel 2011 sono state pari a 953 milioni di ore, in calo del 20,8% rispetto al 2010 (Fonte Inps). Dobbiamo considerare che tale ammontare di ore corrisponde all'astensione dal lavoro di circa 500 mila unità (considerando 240 giornate di lavoro effettive di otto ore ciascuna).

Se rapportiamo tali astensioni ai circa 2,1 milioni di disoccupati effettivi, otteniamo un incremento di quasi un quarto dei senza lavoro e un corrispondente incremento della percentuale di persone non occupate, che nel nostro caso passerebbero dall'8,9% all'11%; valore molto più vicino alla media dell'Eurozona (10,4%) e confermato anche da uno studio della CGIA di Mestre che indica una disoccupazione reale superiore al 10%.

La disoccupazione italiana è pari all'8,9%.

Le ore di Cassa Integrazione autorizzate sono state 953 milioni.

Il valore reale della disoccupazione potrebbe essere vicino al 11%.

Altro aspetto rilevante è la percentuale di disoccupazione tra i giovani al di sotto dei 25 anni che in Italia ha raggiunto il 31%; il dato seppur inferiore al 49,6% spagnolo, si presenta superiore al 23,8 francese e all'incredibile 8,1% tedesco.

Si riporta inoltre per maggior completezza la *Figura 14*, pubblicata dall'Istat, che mostra la composizione della forza lavoro fra i 15 e 74 anni nel nostro Paese a fine 2010. Tornando infine sulla Cassa Integrazione l'ultimo aggiornamento Inps sui dati relativi al mese di gennaio vede una diminuzione delle ore autorizzate del 26,7% rispetto al mese di dicembre; gli elementi non sono sufficienti per trarre delle conclusioni più generali su questo aspetto.

La disoccupazione dei giovani al di sotto dei 25 anni ha raggiunto il 31%.

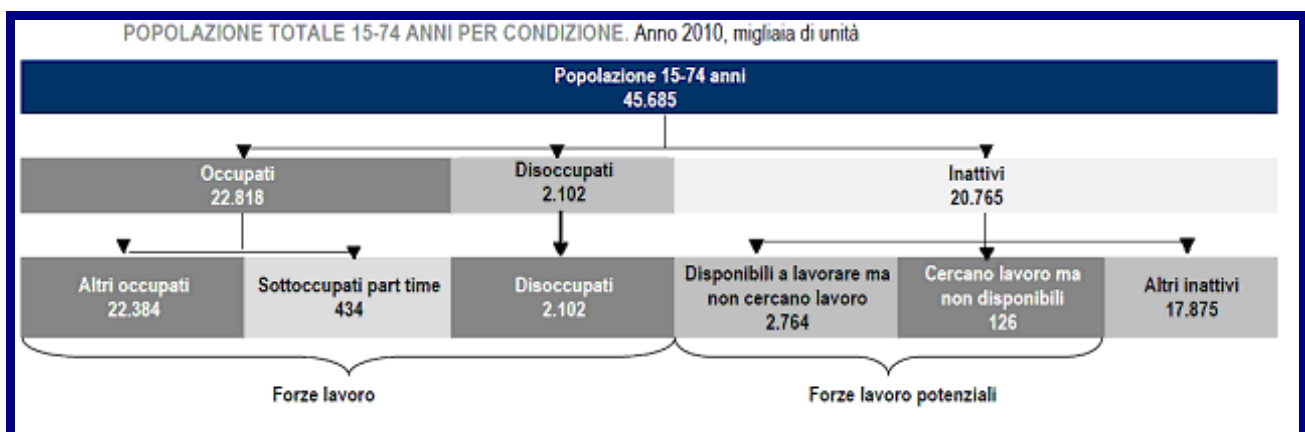


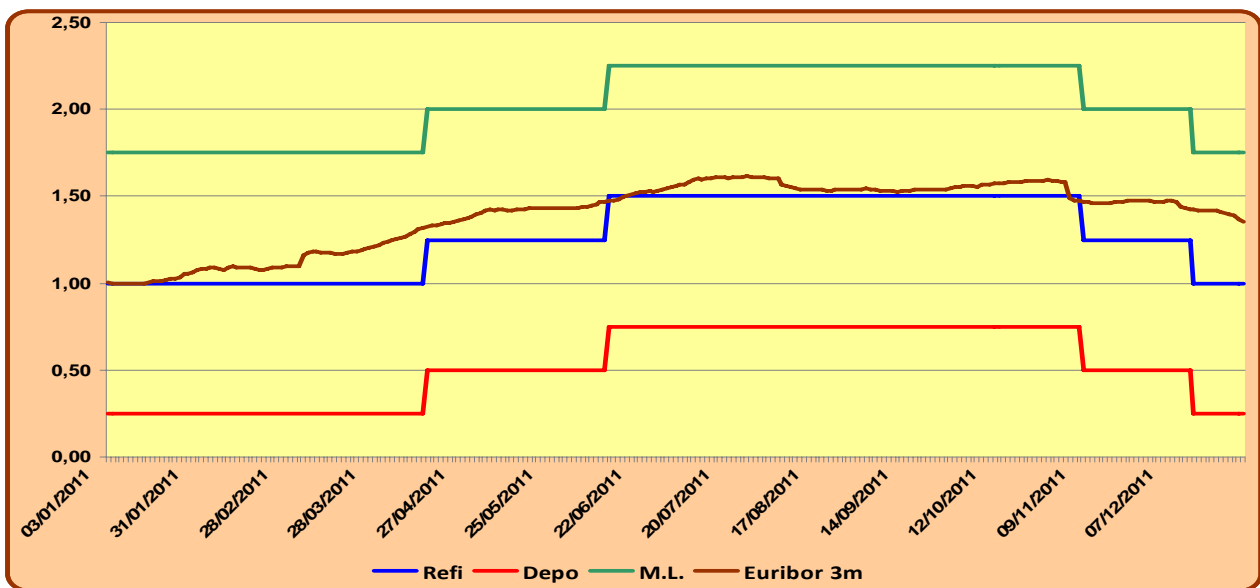
Figura 14: Suddivisione della popolazione in condizione lavorativa nell'anno 2010 (Fonte Istat)

Approfondimenti

Il focus di IdeasHaveConsequences.org

Politica monetaria e mercato interbancario

Il IV trimestre 2011 ha visto l'avvicendamento al vertice della BCE del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi al posto dell'uscente Jean Claude Trichet. La BCE ha proceduto ad abbassare due volte il tasso di rifinanziamento principale portandolo in data 9 novembre dall'1,50% all'1,25% e poi in data 14 dicembre all'1,00%. Nonostante l'inflazione sia superiore al tasso obiettivo del 2% le previsioni di un peggioramento del quadro macroeconomico relativamente al primo semestre del 2012 hanno indotto la Banca Centrale a rendere più accomodante la propria politica monetaria.



La situazione sul mercato interbancario è rimasta particolarmente fragile durante tutto il trimestre. Per allentare le tensioni ed immettere liquidità la BCE ha approvato un programma di acquisto di obbligazioni garantite sul mercato secondario per 40 miliardi di euro (03/11/2012) ed ha ampliato la gamma degli strumenti utilizzabili come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento abbassando i criteri di eleggibilità per ABS, MBS e cartolarizzazioni di crediti alle PMI. Ma soprattutto ha condotto il 27 ottobre ed il 22 dicembre due operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) della durata di 371 e 1134 giorni per importi pari a rispettivamente 57 e 490 miliardi di euro. Un'operazione

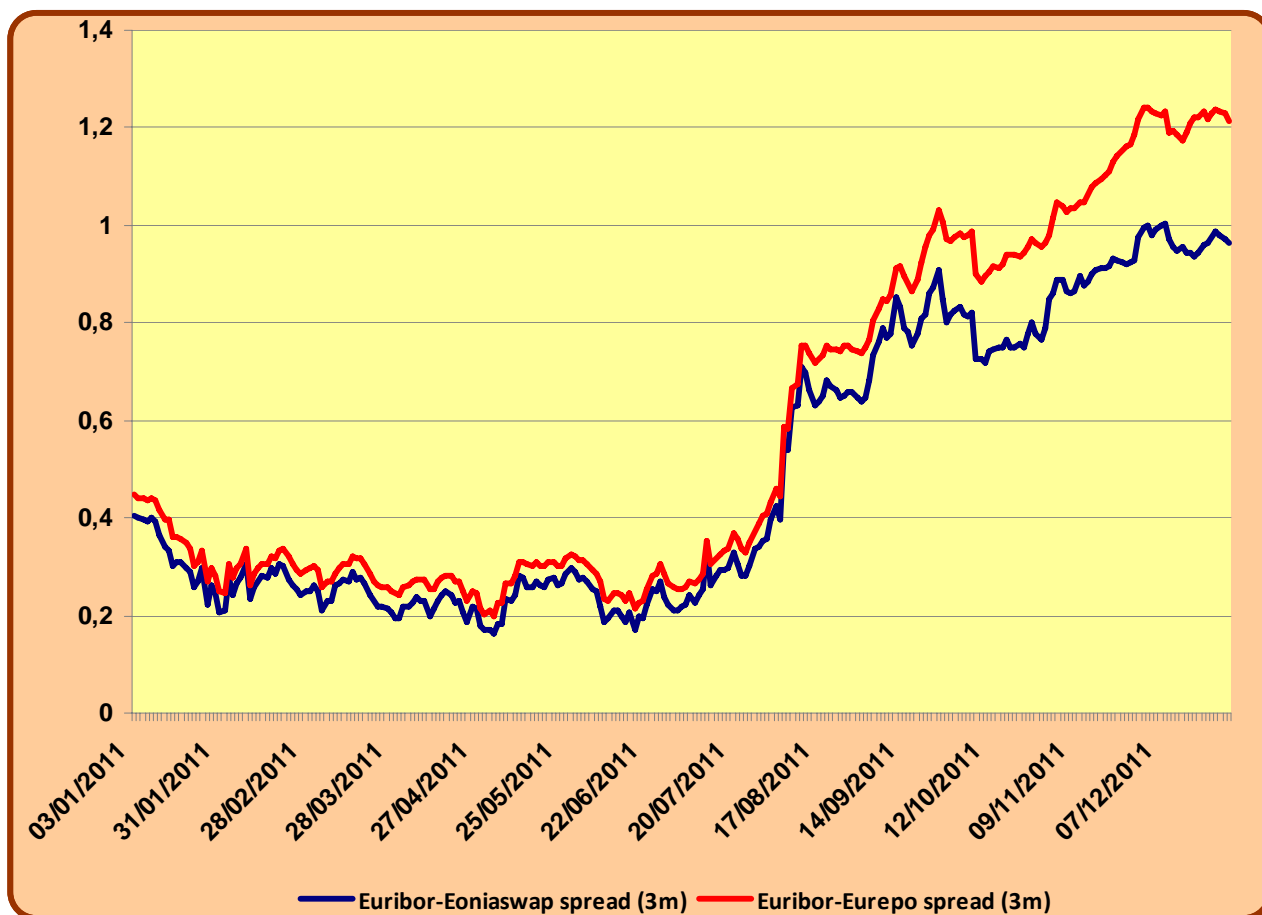
analoga è attesa per febbraio. La BCE infine l'ultima settimana di novembre ha aperto un currency swap con la Federal Reserve of New York per rifornire gli intermediari finanziari operanti nell'eurozona di dollari.

Il mercato interbancario ha registrato pertanto tassi di interesse a breve termine in calo come si vede dalla seguente tabella.

Eonia – Euribor 3m – Eurepo 3m (medie mensili 01/11 – 12/11)

	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC
Eonia	0,659	0,707	0,659	0,966	1,033	1,124	1,012	0,906	1,005	0,960	0,790	0,627
Euribor3m	1,017	1,087	1,176	1,321	1,425	1,486	1,597	1,553	1,536	1,576	1,485	1,426
Eurepo3m	0,652	0,785	0,895	1,063	1,138	1,227	1,277	0,883	0,634	0,634	0,395	0,208

Nel IV trimestre del 2011 entrambe i differenziali Euribor–Eoniaswap e Euribor–Eurepo sono aumentati rispetto al trimestre precedente. Probabilmente il combinato disposto del risultato degli stress test condotto a luglio e delle ricapitalizzazioni obbligatorie decise dall'EBA ha semplicemente costituito l'evento innesco di un trend generale che ha visto l'ampliamento degli spread dei titoli emessi dai "PIIGS" rispetto al Bund tedesco. Gli istituti di credito italiani sono risultati particolarmente vulnerabili sia per la consistente quota di obbligazioni domestiche detenute nei loro portafogli sia per la precaria situazione del nostro debito pubblico che porta ad escludere la possibilità di ricorrere ad interventi statali di ricapitalizzazione o sostegno finanziario. Lo spread Euribor–Eoniaswap ha raggiunto l'1% mentre il differenziale Euribor–Eurepo ha chiuso il trimestre sopra i 120bps, livelli inferiori alla crisi post-Lehman ma comunque molto elevati. Se l'elevato rischio sistemico dipendesse interamente da problemi di liquidità contingente i tradizionali strumenti di politica monetaria a disposizione della BCE sarebbero sufficienti a normalizzare la situazione, ma nella misura in cui questi dipendono strutturalmente dal rischio controparte il tradizionale ruolo di prestatore di ultima istanza diventa più problematico. L'immissione temporanea di liquidità nel sistema diviene difficilmente reversibile, almeno nel breve termine. Il mercato interbancario tende a prosciugarsi e pertanto sia il funding che il lending tra intermediari finanziari avvengono in modo centralizzato tramite il SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali): gli squilibri risulteranno pertanto visibili all'interno del TARGET2 (il sistema dei pagamenti e dei regolamenti tra i soggetti aderenti all'Eurozona).



Spread Euribor – Eoniaswap (3m): Questa misura rappresenta il differenziale tra l'Euribor a 3 mesi ed il tasso swap overnight sempre per un periodo di 3 mesi. Scomponendo l'Euribor in due fattori: (1) la media dei tassi overnight futuri attesi e (2) fattori di rischio e sottraendo a questo il tasso Eoniaswap di pari scadenza si elimina la componente (1) ovvero le aspettative di mercato e si ottiene una misura degli altri fattori di rischio sistemici (liquidità, controparte, etc.).

Spread Euribor – Eurepo (3m): Questa misura è data dal differenziale tra il tasso applicato sul mercato interbancario per i finanziamenti non garantiti (Euribor 3m) e quelli garantiti da collaterale (Eurepo 3m). Questo spread consente di focalizzare l'attenzione sul rischio controparte e cattura il grado di fiducia che le banche e le istituzioni finanziarie nutrono circa la solvibilità reciproca.

Silvano Fait

Financial repression come soluzione al debito

Quasi tutti i paesi dell'Unione Economica e Monetaria presentano significativi problemi di debito pubblico, sia per il suo peso rispetto al PIL (per il 2011 il dato UEM sarà attorno all'86% del PIL dell'area), che per la sua dinamica attesa. Il caso della Francia, “pilastro” della UE che recentemente ha perso il rating AAA, è emblematico: all'inizio della crisi economica europea il Governo francese ha apportato misure di breve respiro (es.: una moratoria solo triennale su parte della spesa pubblica) che necessariamente stanno andando ad esaurire il loro effetto, il che verosimilmente riporta il paese su quella traiettoria fiscale che già nel 2010 faceva prospettare un rapporto Debito/PIL ben oltre il 200% nel 2040. Proiezioni simili sono comunque condivise quasi dalla totalità dei paesi europei, fatta esclusione per l'Italia (cfr. Cecchetti Mohanty Zampolli 2010 “*The Future of Public Debt: Prospects and Implications*” BIS working paper n.300) per la quale si prospetta un lento riequilibrio del peso del debito sul PIL verso il 100% una volta realizzati “piccoli aggiustamenti gradualisti” di cui la recente riforma pensionistica è certamente un esempio; questo dato interessante non è comunque l'unica variabile considerata nei giudizi di rating.

Bilancio BCE – Dicembre 2011 <small>dati in miliardi di euro</small>					
Attivo			Passivo		
Finanziamenti	864	31.6%	Base monetaria	1,526	55.8%
Titoli	653	23.9%	Depositi	212	7.8%
Estero	368	13.5%	Estero	170	6.2%
Oro	423	15.5%	FMI	56	2.0%
Altro	428	15.6%	Altro	296	10.8%
			Mezzi propri	476	17.4%
	2,736	100.0%		2,736	100.0%

Le forti resistenze politiche ad una profonda *spending review* di fatto costringono l'autorità monetaria europea a farsi carico dei problemi fiscali. Gli acquisti diretti di titoli di Stato da parte della BCE ed altre operazioni di mercato aperto (voce “titoli” nello schema riportato) sono infatti incrementati di circa un terzo dal 2010 e di tre volte dal 2008, pesando dal 2010 per circa un quarto del bilancio dell'autorità rispetto a circa l'8% del 2008. Questo sforzo è stato chiaramente finanziato con nuova moneta: la base monetaria è salita di più di un terzo già dal 2010 (continuando a costituire tra il 55% e il 57% del bilancio BCE).

Al contempo è salito anche il ricorso alla *deposit facility*, raddoppiato dal 2008 e ormai cresciuto oltre il 15% del bilancio BCE. Tale parcheggio di liquidità (di solito proprio quella “fresca di stampa”) da parte delle banche commerciali ben si sposa con il rialzo dello spread Euribor–Eurepo (vedi sopra): dalla seconda metà del 2011 questo spread tende a stabilizzarsi attorno ai 120bp, e benché ancora inferiore al picco di fine 2008, suggerisce un quadro di debolezza dei bilanci del sistema bancario di cui il ricorso alla *deposit facility* è un altro sintomo. Quanto più è debole il sistema bancario, quanto più l'autorità monetaria centrale sarà chiamata a farsi carico dei problemi di copertura del debito pubblico europeo: la crescita del bilancio della BCE ne è prova.

L'effetto dello sforzo della BCE, tassonomicamente inflativo, non può non scaricarsi sui prezzi al consumo (nonché su certi asset e commodity), e proprio questo è uno strumento con cui la Banca Centrale può aiutare i Governi a gestire il loro debito: un'inflazione dei prezzi europea attorno al 3% associata al Refi (tasso di rifinanziamento principale della BCE) all'1% significa un Refi reale medio del -2%, cioè un tasso medio annuo di riduzione del valore reale del debito pubblico europeo del 2%; il debito italiano, sfruttando un'inflazione dei prezzi al 4%, può contare su una svalutazione reale media del 3% annuo. Con questo subdolo – e profondamente iniquo – strumento di *financial repression* (cfr. Reinhart Sbrancia 2011 “*The Liquidation of Government Debt*” NBER working paper n.16893) si può riportare il valore reale medio del debito pubblico europeo a circa il 60% entro poco più di dieci anni (meno di venti per il caso italiano) senza dover incidere in modo rilevante sui “delicati” capitoli di spesa dei Governi.

Leonardo Baggiani

Glossario

ABS, MBS, cartolarizzazioni: prodotti di finanza strutturata in cui viene creato (generalmente tramite una SPV, Special Purpose Vehicle) uno strumento di debito trasferibile autonomamente e remunerato con i flussi finanziari generati una posizione attiva in bilancio (cartolarizzazione, o securitization); sostanzialmente la posizione in bilancio viene in tal modo “liquidata” ed il relativo rischio “trasferito” all’acquirente del nuovo titolo di debito; le posizioni attive cartolarizzabili possono essere genericamente di natura reale o obbligazionaria (ABS, Asset Backed Securities), e in particolare originate da mutui ipotecari (MBS, Mortgage Backed Securities).

Base monetaria: moneta emessa dalla Banca Centrale attraverso procedure d’asta (operazioni di rifinanziamento) cui partecipano le principali banche commerciali. Contabilmente l’ammontare viene ricostruito dal passivo della Banca Centrale considerando le sue prime forme di impiego (banconote in circolazione, deposit facility, conto corrente di riserva obbligatoria).

Collaterale: asset reale o finanziario posto a garanzia di una operazione di finanziamento; a fronte dei propri finanziamenti alle banche commerciali, la Banca Centrale richiede come collaterale titoli con precisate caratteristiche (titoli di Stato, o titoli bancari “collateralizzati” da beni reali).

Currency swap: operazione di scambio a termine di somme in valute diverse, associate a periodici scambi reciproci di flussi di interessi calcolati nelle valute coinvolte; lo strumento è sempre più utilizzato tra Banche Centrali per fornire i rispettivi sistemi di un’adeguata offerta di valuta estera.

Deposit facility: conto remunerato presso la Banca Centrale, in cui le banche commerciali possono depositare la propria liquidità. Nato come strumento di politica monetaria e di gestione della liquidità in eccesso, costituisce ormai per le banche commerciali una forma di impiego a rischio nullo alternativa alle forme classiche di impiego.

Eoniaswap: operazione di scambio su tasso di interesse, dove una parte incassa/paga un tasso fisso ad un’altra parte contro il pagamento/incasso del tasso variabile Eonia (overnight).

LTRO: operazione di finanziamento principale a lungo termine della Banca Centrale Europea (Long Term Refinancing Operation); si tratta di aste ad uno e tre anni poste in essere per fronteggiare l’attuale congiuntura economico-finanziaria.

Operazioni di mercato aperto: operazioni di acquisto o vendita di titoli finanziari quotati (generalmente bond governativi, ma anche particolari bond bancari) da parte della Banca Centrale per, rispettivamente, ridurre o incrementare la massa monetaria in circolazione.

Tasso di rifinanziamento principale (Refi): tasso ufficiale applicato dalla Banca Centrale Europea alle operazioni ordinarie di rifinanziamento verso le banche commerciali, chiamato anche tasso MRO (Main Refinancing Operation). Quale riferimento per la politica monetaria, ha preso il posto dell’ormai poco significativo Tasso ufficiale di sconto.

Il commento di Andrew Lawford

La circolarità della crisi

La crisi finanziaria continua a evolversi: dal 2008 con i mutui sub-prime, si è trasformata in una crisi del debito sovrano, grazie alla combinazione di forti squilibri, presenti già da tempo nelle finanze pubbliche di molti Paesi del mondo occidentale, con le misure straordinarie necessarie per sorreggere il sistema finanziario. La tolleranza dei mercati finanziari per questa situazione è venuta meno di fronte ai deficit eccessivi nei bilanci di molti stati, portandoci all'attuale impasse europea.

È facile intuire che l'instabilità finanziaria è di natura circolare: il dubbio sui debiti sovrani ha messo di nuovo in discussione il settore finanziario, che ha una grande esposizione a tali debiti. Di nuovo, la tolleranza dei mercati è stata in forte calo, come evidenziata dal calo di partecipazione dei fondi monetari statunitensi nel finanziamento a breve termine degli istituti di credito europei. Questo fenomeno è stato ben documentato durante la scorsa estate, ed è solo recentemente che c'è stata una ripresa degli acquisti da parte di questi fondi.

Un altro importante esempio di questa mancanza di tolleranza è stato dato dalla tedesca Siemens, che, vantandosi di una licenza bancaria all'interno del Gruppo, ha deciso di togliere circa 6 miliardi di euro di liquidità dal sistema bancario europeo, depositandola presso la BCE.

La "tolleranza" di cui si è parlato sopra viene comunemente chiamata "fiducia". Il neo-governatore della BCE, Mario Draghi, ha giudicato la situazione abbastanza grave da introdurre prestiti a 3 anni verso le banche nel mese di dicembre, incoraggiando gli istituti di credito europei a farne largo uso (sono stati collocati 489 miliardi di euro).

Il [Financial Times](#) ha indicato la natura proattiva degli sforzi di Draghi, notando che "In passato, le banche non hanno voluto utilizzare strumenti di supporto di questo genere, per paura di sembrare deboli."

Solitamente si dice che una catena è forte solo quanto il suo anello più debole, ma sembra che Draghi abbia voluto trarre forza dal fatto che tutti gli anelli (cioè, le singole banche) fossero deboli. A giudicare dal recente aumento di capitale da parte di Unicredit, che è stato collocato con un forte sconto rispetto ai prezzi del mercato, Draghi aveva ragione a preoccuparsi per il sistema bancario nel suo complesso. Sempre secondo le voci riportate dal Financial Times, l'appetito per il sostegno della BCE vien mangiando: a fine febbraio si terrà un'altra asta per prestiti a 3 anni, con una domanda stimata in 1.000 miliardi di euro. Gli istituti di credito evidentemente preferiscono questa strada all'umiliazione dell'aumento di capitale fortemente scontato.

Queste misure hanno dato un momento di sospiro al mercato, incentivando il ritorno dei fondi monetari statunitensi, già menzionato sopra, oltre al calo dei rendimenti per i titoli di Stato di diversi Paesi "periferici" dell'euro.

I meccanismi brevemente sopra evidenziati sono, di fatto, un esperimento dall'esito ancora incerto. Se il mercato darà ragione agli sforzi della BCE, si potrebbe assistere a un periodo di utili notevoli per le banche maggiormente esposte ai titoli di Stato più rischiosi, insieme al placarsi generale delle acque nei mercati. Se così non fosse, però, sorge spontanea la domanda sulla credibilità del sistema monetario in sé, non solo in Europa, ma anche in diverse altre regioni del mondo.

Andrew Lawford

Conclusioni

Italia: un Paese ufficialmente in recessione dopo due trimestri di crescita negativa; un debito pubblico a ridosso dei 1.900 miliardi, finanziato da oltre 1.600 miliardi di Titoli di Stato e da una pressione fiscale al 42,6%.

Una bilancia commerciale negativa da sette anni, un'inflazione al 3,7% e una disoccupazione all'8,9%, ma che colpisce i giovani con meno di 25 anni per il 31%.

Questa è l'impietosa fotografia di un Paese con una piramide demografica da rabbrivire, dove la maggior parte delle persone pensa più al raggiungimento dell'età della pensione che all'avvenire dei propri figli.

Inutile esercizio affermare che l'Italia non è la Grecia o che la crisi è di dimensioni internazionali; il Paese rappresenta il risultato di anni, decenni, di scelte mancate, di "tirare a campare", di sperperi di risorse, di egoismi personali volti a benefici immediati a scapito di ciò che è pubblico, e in quanto tale non è di nessuno.

Al brusco risveglio, sebbene ancora larga parte della popolazione non abbia compreso la vera gravità della situazione, si punta il dito verso l'inettitudine della classe politica; realtà incontrovertibile, ma associata alle negligenze di tutti nell'arroccarsi nei propri privilegi, nel difendere condizioni di impiego non più sostenibili, nel sottrarsi ai propri doveri; perché questi, sì, riguardano sempre gli altri e mai noi stessi.

Questo Osservatorio trimestrale è uno specchio della realtà del nostro Paese; giunto alla quarta edizione fornisce un quadro puntuale dei dati economici italiani, riunendo in un unico documento informazioni rilasciate da un vasto numero di enti e istituzioni. Da queste pagine, di trimestre in trimestre, continueremo il monitoraggio del Sistema Italia sperando di cogliere, anche nei minimi particolari, le prime avvisaglie di un cambiamento di direzione.

Chi vi scrive è convinto, o forse ne ha la presunzione, che le informazioni qui riportate possano incontrare l'interesse di un vasto pubblico, anche di non addetti ai lavori; chiunque venga in possesso di questo studio può divulgarlo nei modi e nelle forme che riterrà più opportune, fermo restando l'indicazione e la citazione della fonte e dell'autore.

Ringrazio di cuore Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford per aver contribuito alla realizzazione di questo numero.

Maurizio Mazziero

L'Italia è ufficialmente in recessione.

Il Paese è il risultato di decenni di scelte mancate.

L'Osservatorio trimestrale fornisce un quadro dei dati economici italiani.

Lo studio è liberamente divulgabile con l'indicazione e la citazione della fonte e dell'autore.

Bibliografia

- Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico
Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 67, 2012
Banca d'Italia, *Statistiche di Finanza Pubblica nei Paesi dell'Unione Europea*, 17 ottobre 2011
Banca d'Italia, *I bilanci delle famiglie italiane nel 2010*, Supplementi al Bollettino Statistico, 25 gennaio 2012
Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre 2011
Banca d'Italia, *Tassi di interesse*, novembre 2011
Camera dei Deputati, *Indagine conoscitiva sul decreto recante disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici – Testimonianza del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco*, 9 dicembre 2011
CGIA Mestre, *Comunicato Stampa*, 28 novembre 2011
CGIA Mestre, *Comunicato Stampa: La disoccupazione reale ha superato il 10%*, 16 gennaio 2012
Corte dei Conti, *Rapporto 2011 sul coordinamento della finanza pubblica*, maggio 2011
Corte dei Conti, *Audizione sul DL n. 138/2011 recante "Ulteriori misure urgenti per la stabilizzazione finanziaria e per lo sviluppo"*, 30 agosto 2011
Corte dei Conti, *Audizione sul DL n. 201/2011 recante "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici"*, 9 dicembre 2011
Eurostat, *Euro area unemployment*, 6 gennaio 2012
Eutekne.info, *Il 56,5% del debito a fine 2010 si è formato nella seconda Repubblica*, Savino Gallo, 28 gennaio 2012
Fitch, *Fitch Takes Rating Actions on Six Eurozone Sovereigns*, 27 gennaio 2012
Maura Francese e Angelo Pace, *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Banca d'Italia, Occasional paper n. 31, 2008
Piero Giarda, *Dinamica, struttura e criteri di governo della spesa pubblica: un rapporto preliminare*, Gruppo di lavoro sul "bilancio e patrimonio pubblico", 21 maggio 2011
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*, 4 gennaio 2012
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*, 8 febbraio 2012
Istat, *Annuario Statistico 2010*
Istat, *Indicatori Demografici – Stime per l'anno 2011*, 27 gennaio 2012
Istat, *Conti Economici Nazionali*
Istat, *Conti Economici Trimestrali*, 3 trimestre 2011
Istat, *Eurozone economic outlook*, 11 gennaio 2012
Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 26 aprile 2011
Istat, *Occupati e disoccupati*, 5 gennaio 2012
Istat, *Pil e indebitamento AP anni 2008-2010*
Istat, *Prezzi al consumo*
Istat, *Produzione industriale*, 10 febbraio 2012
Istat, *Conti economici trimestrali – III Trimestre 2011*, 21 dicembre 2011
Istat, *Stima preliminare del commercio Extra-UE*, 24 gennaio 2012
Istat, *Stima preliminare del Pil*, 15 febbraio 2012
I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*
Istituto Bruno Leoni, *Il contatore del debito pubblico*
Maurizio Mazziero, *Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.*, 13 dicembre 2011, (<http://www.scribd.com/doc/75681459> e <http://ssrn.com/abstract=1972366>)
Maurizio Mazziero, *Italia: l'economia al giro di boa del 2011*, 16 agosto 2011, (<http://www.scribd.com/doc/62408823> e <http://ssrn.com/abstract=1911942>)

Maurizio Mazziero, *Italia 1q2011: Pil, debito & Co.*, 17 maggio 2011, (<http://www.scribd.com/doc/52635216> e <http://ssrn.com/abstract=1854888>)

Maurizio Mazziero, *2010: un altro anno a debito per l'Italia*, 29 marzo 2011, (<http://www.scribd.com/doc/55605574> e <http://ssrn.com/abstract=1806482>)

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Comunicato Stampa 6 – Tiene il gettito delle entrate tributarie erariali*, 16 gennaio 2012

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Audizione alla Camera, Commissione Bilancio, Tesoro, Programmazione, Dr.ssa Maria Cannata – Problematiche relative al collocamento dei Titoli di Stato*, 17 gennaio 2012

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *La spesa pubblica in Europa: metodi, fonti, elementi per l'analisi*, dicembre 2011

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Linee guida della gestione del debito pubblico 2012*, dicembre 2011

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese 2010*, 23 dicembre 2011

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Comunicato Stampa – Italian Parliament approves a supplementary budget that will allow Italy to reach a balanced budget in 2013*, 16 settembre 2011

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Documento di Economia e Finanza 2011*, 13 aprile 2011

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza 2011*, 22 settembre 2011

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Titoli di Stato in circolazione al 30.12.2011*, Dipartimento del Tesoro

Moody's, *Moody's adjust ratings of 9 European sovereigns to capture downside risks*, 13 febbraio 2012

Moody's, *Moody's affirms P(Aaa) Rating for European Financial Stability Facility (EFSF)*, 14 febbraio 2012

Senato della Repubblica, *Audizione preliminare sul decreto legge 13 agosto 2011, n. 138 (AS 2887) – Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Ignazio Visco*, 30 agosto 2011

Standard&Poor's, *Standard & Poor's Takes Various Rating Actions On 16 Eurozone Sovereign*, 13 gennaio 2012

Standard&Poor's, *European Financial Stability Facility Long-Term Ratings Cut To 'AA+'*, 16 gennaio 2012

Ocse, *Comunicato Stampa*, 6 febbraio 2012

Ocse, *Comunicato Stampa*, 5 dicembre 2011

Ocse, *OECD Economic Surveys: Italy 2011*, 9 maggio 2011

Bibliografia approfondimenti IHC

Cecchetti Mohanty Zampolli 2010 “*The Future of Public Debt: Prospects and Implications*” BIS working paper n.300

Reinhart Sbrancia 2011 “*The Liquidation of Government Debt*” NBER working paper n.16893

Quaderno di Ricerca

Italia 2011: un anno di sofferenza

Autori

Per l'Osservatorio

Maurizio Mazziro

Analista finanziario, Socio ordinario SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto nella costruzione di portafogli diversificati con ETF ed ETC; si occupa di formazione e reportistica per Istituti Bancari e Aziende, affiancando quest'ultime nell'attuazione di strategie di hedging dal rischio prezzi.

Per gli Approfondimenti

Leonardo Baggiani

Risk manager per un primario gruppo bancario italiano, dopo essersi occupato di finanza e analisi del credito. Attivo su vari siti trattando temi economici teorici e di attualità, partecipa ad iniziative divulgative sulla Scuola Austriaca di Economia. Come ricercatore indipendente conta varie pubblicazioni ed è incluso da Wikibéral tra i libéraux italiens.

Silvano Fait

Funzionario commerciale per un primario istituto di credito italiano si occupa di consulenza finanziaria privata. Contributor su temi economici per Chicago Blog, Libertiamo e Linkiesta, attivamente impegnato in iniziative di divulgazione ed approfondimento sulla Scuola Austriaca di Economia, è visiting student presso la Foundation for Economic Education, Irvington-on-Hudson, NY (USA).

Andrew Lawford

Analista finanziario con esperienza decennale nei mercati finanziari, lavorando per intermediari sia nel Regno Unito che in Italia. Si dedica allo studio di investimenti azionari e speculazioni in derivati, con un'attenzione particolare al mercato delle materie prime.

**Leonardo Baggiani e Silvano Fait sono gli autori del sito:
IdeasHaveConsequences.org**

Vanzago, 18 febbraio 2012

Il Quaderno di Ricerca è un Osservatorio sui dati pubblici rilasciati da Banca d'Italia, Eurostat, Inps, Istat, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ocse.

MAZZIERO RESEARCH – Copyright ©2012 – Tutti i diritti riservati