

# Quaderno di Ricerca

## Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co. *Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

**MAZZIERO RESEARCH**

Copyright ©2012 – Tutti i diritti riservati

### Sommario

<b>Introduzione</b>	<b>Pag. 2</b>
<b>I rating</b>	<b>Pag. 4</b>
<b>Il sistema bancario</b>	<b>Pag. 7</b>
<b>Il debito pubblico</b>	<b>Pag. 9</b>
<b>Lo stock di Titoli di Stato</b>	<b>Pag. 14</b>
<b>Le Riserve Banca d'Italia</b>	<b>Pag. 20</b>
<b>Il Prodotto Interno Lordo</b>	<b>Pag. 21</b>
<b>Bilancia commerciale</b>	<b>Pag. 23</b>
<b>L'inflazione</b>	<b>Pag. 24</b>
<b>La disoccupazione</b>	<b>Pag. 25</b>
<b>Approfondimenti</b>	<b>Pag. 29</b>
<b>Il focus di IdeasHaveConsequences.org</b>	<b>Pag. 29</b>
<b>Il commento di Andrew Lawford</b>	<b>Pag. 37</b>
<b>Conclusioni</b>	<b>Pag. 44</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>Pag. 44</b>

### **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

Chi è un attento lettore dei documenti ufficiali governativi avrà notato dall'inizio di quest'anno un lieve, ma significativo, cambio di registro nei commenti rilasciati in occasione delle presentazioni di studi e statistiche; sembra essere iniziato un nuovo corso in cui l'esame della realtà ha abbandonato le illusioni del passato Governo e fa permeare, seppur non ancora completamente, il reale stato delle cose.

Nel corso di questo Osservatorio verranno ripresi alcuni di questi commenti, citandoli nelle varie sezioni; ad uno di questi affidiamo l'introduzione. Si tratta del rapporto della Banca d'Italia dello scorso aprile su: "Le famiglie italiane nella crisi", presentato dal Vice Direttore Generale Anna Maria Tarantola, che riprendiamo per sommi capi. "Durante la fase acuta della recessione, nel 2008-09, la caduta dei redditi familiari ha raggiunto in Italia il 4 per cento, a fronte di una riduzione del PIL del 6 per cento. Nella maggior parte degli altri paesi avanzati, il reddito disponibile lordo reale delle famiglie è invece cresciuto, nonostante la contrazione del prodotto. In Francia a un calo del PIL prossimo al 3 per cento si è associato un incremento delle entrate familiari di quasi il 2 per cento. In Germania e negli Stati Uniti il PIL si è ridotto del 4 per cento, ma i redditi delle famiglie sono saliti di circa mezzo punto percentuale. Nel Regno Unito e in Svezia la diminuzione del PIL ha superato il 5 per cento, ma il reddito delle famiglie è aumentato, rispettivamente, del 2 e del 5 per cento. [...]"

In Italia il sostegno pubblico, pur positivo, è stato più contenuto, limitato dalla necessità di impedire un drastico peggioramento della finanza pubblica. Nel nostro paese nel 2009 il tasso di occupazione è diminuito di 1,2 punti percentuali rispetto a un anno prima; nel 2010 di ulteriori 0,6 punti; nel 2011 ha ristagnato. [...]"

Si stima che nella tarda primavera del 2009, nel momento di massimo impatto della crisi sul mercato del lavoro italiano, circa 480 mila famiglie abbiano sostenuto almeno un figlio convivente che aveva perso il lavoro nei dodici mesi precedenti. Le risorse impiegate in questa forma di sostegno familiare sono venute non solo dai redditi da lavoro dei genitori, ma spesso anche da quelli da pensione. Le dinamiche recenti hanno confermato tendenze già presenti nel nostro paese.

Si assiste a un cambio di registro nei commenti rilasciati.

Durante la fase acuta della recessione la caduta dei redditi familiari ha raggiunto in Italia il 4 per cento.

In Italia il sostegno pubblico alle famiglie è stato più contenuto.

Si stima che circa 480 mila famiglie abbiano sostenuto almeno un figlio convivente che aveva perso il lavoro.

Nel 2010 viveva ancora con i genitori il 42 per cento dei giovani di età compresa tra i 25 e i 34 anni, età alle quali il percorso di studi è in gran parte dei casi già completato. Quindici anni prima questa quota era pari al 36 per cento. [...] Anche prima del dispiegarsi degli effetti della recessione, la debole dinamica del reddito si era riflessa in una minore capacità di risparmio delle famiglie. Nel decennio appena trascorso la propensione al risparmio delle famiglie italiane è calata: era intorno al 16 per cento del reddito disponibile all'inizio del 2008; con la crisi è ulteriormente diminuita, al 12 per cento nel 2011. [...]

In media, le famiglie italiane appaiono ricche nel confronto internazionale. [...]

Considerare la ricchezza, oltre al reddito, consente di mitigare solo parzialmente il quadro negativo circa la diffusione della povertà in Italia. [...]

Bisogna interrogarsi circa la sostenibilità di un modello di welfare in cui alle famiglie è demandato il compito di ammortizzare gli shock negativi che colpiscono i redditi dei singoli componenti.”

Si tratta di un rapporto lucido e disarmante per la descrizione di una realtà che constatiamo tutti i giorni, ma che talvolta viene smussata nei dibattiti pubblici presentati dai media. In pratica quanto emerge è che mentre in altri paesi europei lo Stato è intervenuto a sostegno delle famiglie per contrastare la crisi, così è avvenuto solo in minima parte in Italia; ciò nonostante il bilancio statale è ugualmente peggiorato e quindi la ricerca delle risorse si è nuovamente rivolta alle famiglie che già rappresentano il sistema di welfare di loro stesse. Nel corso di questo Osservatorio riprenderemo questi temi, esaminando ancora una volta i dati e cercando di individuare la traiettoria della nostra economia. Mi affiancano anche in questo numero i preziosi approfondimenti di Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford che ancora una volta sono stati in grado di ampliare il campo di indagine e di farci comprendere ulteriori aspetti importanti in ambito economico. A loro va il mio più sincero ringraziamento.

*Maurizio Mazziero*

Il 42 per cento dei giovani tra i 25 e i 34 anni vive con i genitori.

Bisogna interrogarsi circa la sostenibilità di un modello di welfare in cui alle famiglie è demandato il compito di ammortizzare gli shock negativi che colpiscono i redditi dei singoli componenti.

Mentre in altri paesi europei lo Stato è intervenuto a sostegno delle famiglie per contrastare la crisi, così è avvenuto solo in minima parte in Italia.

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

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

## I rating

Il primo trimestre del 2012 è stato senz'altro caratterizzato dalla ristrutturazione del debito greco: una proposta di scambio di Titoli di Stato con una riduzione del valore nominale (haircut) del 53,5%, ma ben superiore in termini reali, considerando anche un tasso inferiore delle cedole posticipate sino al 2042. Un'operazione molto discutibile e volta a portare il debito/Pil al 120,5% nel 2020; rapporto che non garantisce alcunché in termini di solidità e solvibilità economica del paese.

L'operazione di scambio titoli richiedeva un'adesione volontaria superiore al 75%, mentre una percentuale oltre il 90% avrebbe permesso di far scattare le "Collective Action Clauses" con modifiche dei termini e degli obblighi dei Titoli di Stato anche senza il consenso di ciascun detentore. L'operazione si è conclusa con un'adesione dei privati al 96,9%, facendo appunto scattare la clausola di obbligatorietà per tutti.

In conseguenza del processo di ristrutturazione si sono verificate una serie di modifiche al rating della Grecia. Il 22 febbraio Fitch ha portato il rating da CCC a C seguita il 27 febbraio da Standard & Poor's che lo ha abbassato da

L'operazione di scambio dei titoli greci si è conclusa con un'adesione dei privati al 96,9%, facendo scattare la clausola di obbligatorietà per tutti.

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	CCC	Stabile	CCC	NA	C	NA
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	BBB+	Negativo	BBB	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)

CC a SD (Selective default), il 2 marzo è stato il turno di Moody's che ha modificato il rating greco da Ca a C.

Fitch ha abbassato nuovamente il rating il 9 marzo portandolo da C a RD (Restrictive Default). Nella stessa giornata l'Isda (International Swaps and Derivatives Association) ha definito la proposta di scambio titoli appena conclusasi come un evento di ristrutturazione del debito, proprio a causa dell'attivazione delle "Collective Action Clauses", e quindi valido a far scattare la garanzia di rimborso da parte dei detentori di CDS (Credit default swap). L'esposizione per i venditori di CDS all'1 marzo era di 3,2 miliardi di dollari, somma da versare ai compratori in proporzione alla quota di riduzione del capitale; nel caso essa fosse del 75% il pagamento sarebbe di 2,4 miliardi di dollari.

Ma Fitch è stato straordinariamente rapido, forse stranamente rapido, a rivalutare il merito della Grecia, portandolo a B- e motivandolo con la previsione di abbassamento del debito/Pil al 120% entro il 2020. Eccesso di fiducia? O scarsa capacità di far di conto da parte di Fitch? Sono ovviamente delle domande retoriche che lasciamo a chi in futuro vorrà valutare l'operato delle case di rating.

Le "Collective Action Clauses" sono state giudicate valide a far scattare la garanzia di rimborso da parte dei detentori di CDS.



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*

D'altra parte potrebbero anche essere considerazioni condivise dalla stessa Fitch dato che il 17 maggio ha provveduto a un nuovo downgrade da B- a CCC, a seguito della incapacità del Parlamento Ellenico di esprimere una maggioranza di Governo, avviandosi a una nuova tornata elettorale.

Nel frattempo anche Standard & Poor's aveva rivisto il rating greco al rialzo riportandolo il 2 maggio a CCC da SD. Le vicende greche non sono comunque terminate in quanto si dovrà attendere l'esito delle votazioni del 17 giugno per capire il futuro della nazione e le conseguenze sulla moneta unica.

Ma non è stata solo la Grecia oggetto di attenzione delle case di rating, il 26 aprile Standard & Poor's ha adottato un taglio di rating per la Spagna, che è stata portata a BBB+ al pari dell'Italia. Le motivazioni parlavano di un deterioramento della traiettoria del debito per il quinquennio 2011-2015 e l'incremento delle probabilità di intervento a supporto del settore bancario; aspetto più che mai attuale vista la recente crisi del Banco Financiero y de Ahorros, conosciuto anche come Bankia, una delle prime banche spagnole.

Le vicende greche non sono comunque terminate in quanto si dovrà attendere l'esito delle votazioni del 17 giugno per capire il futuro della nazione e le conseguenze sulla moneta unica.

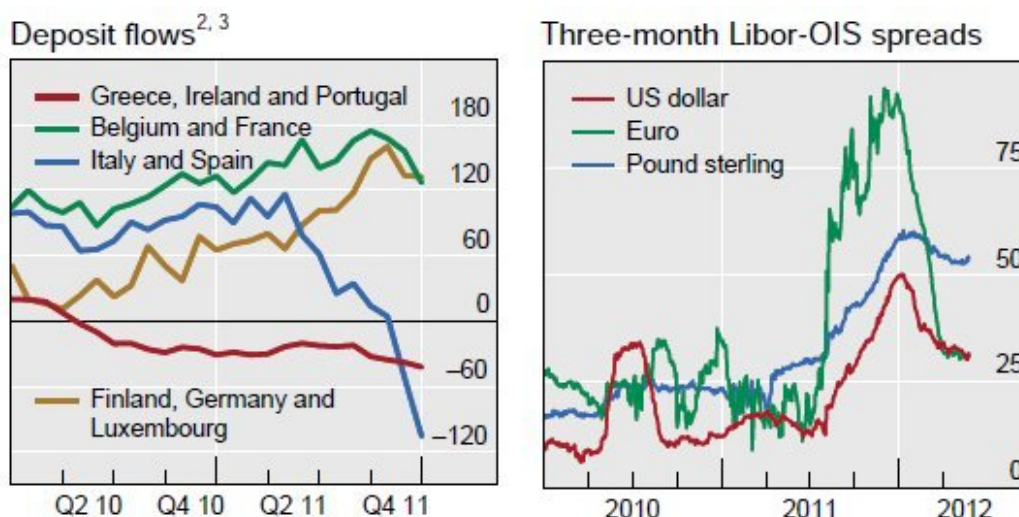


Figura 1: Flusso dei depositi bancari e spread tra OIS e Libor 3 mesi  
(Bank for International Settlements)

Manovra di declassamento per la Spagna anche da parte di Fitch che ha portato il merito di credito da A a BBB il 7 giugno.

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; mentre la **Tabella 2** riporta 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** infine riporta per comodità la corrispondenza dei livelli di rating fra le tre agenzie.

## Il sistema bancario

Questa sezione sicuramente non esaustiva ci consente di riportare alcuni dati pubblicati dalla Bank for International Settlements nel suo rapporto trimestrale. Il grafico a sinistra della **Figura 1** mostra l'andamento dei flussi nei depositi bancari, la linea blu fortemente discendente nel corso del 2011 evidenzia un calo di circa 240 miliardi di euro nei depositi bancari di Italia e Spagna, indicati cumulativamente; un fenomeno proseguito secondo alcune notizie di stampa anche nel primo semestre del 2012.

Il medesimo fenomeno iniziato già dalla metà del 2010 lo si riscontra nella linea rossa per Grecia, Irlanda e Portogallo, seppur con minore intensità, data la dimensione più contenuta dei paesi.

Nel 2011 calo di 240 miliardi di euro nei depositi bancari di Italia e Spagna.

Stesso fenomeno per Grecia, Irlanda e Portogallo.

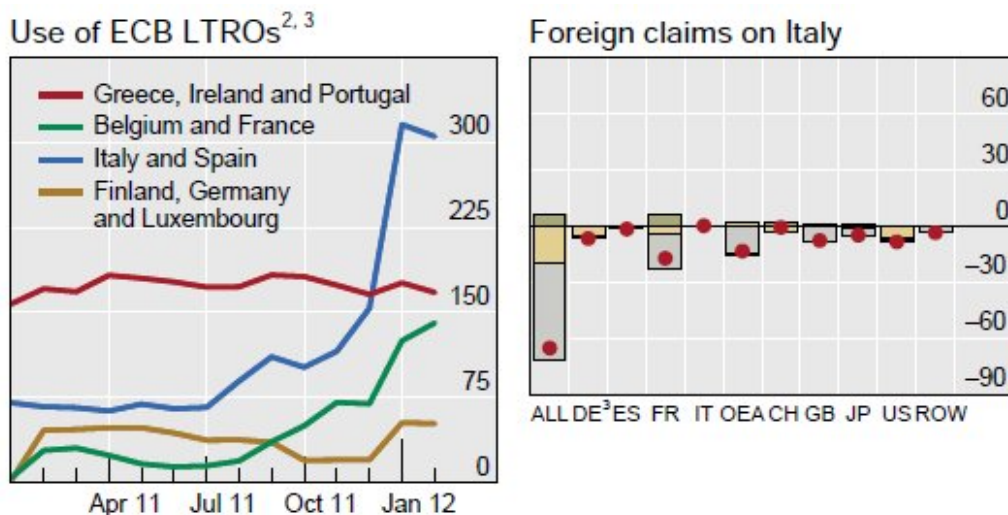


Figura 2: Adesione all'operazione LTRO e detenzione di obbligazioni italiane all'estero (Bank for International Settlements)

Tendenza inversa per le linee verde e marrone che mostrano i flussi dei restanti paesi europei e che almeno in parte rappresentano le destinazioni dei flussi in uscita dai PIIGS.

Il grafico a destra della **Figura 1** pone a confronto lo spread OIS Libor a tre mesi fra Stati Uniti ed Europa; nel caso dell'Euro si tratta dello spread fra i tassi Euribor a tre mesi ed Eoniaswap, un argomento che viene diffusamente esaminato nella sezione **Approfondimenti** da Silvano Fait.

Generalmente questo spread è un indicatore della salute del sistema bancario in quanto raffronta i tassi di un rischio di credito della controparte bancaria con i tassi di un rischio connesso alla liquidità; più questo differenziale è elevato, maggiore è il timore sulla solvibilità bancaria. Il grafico mostra come dopo un forte shock nel corso del 2011 i valori europei siano rientrati avvicinandosi a quelli americani; restano ancora piuttosto elevati quelli inglesi. La **Figura 2** nel grafico a sinistra mostra l'adesione degli istituti bancari all'operazione LTRO, anche in questo caso vediamo Italia e Spagna guidare la classifica, seguiti a molta distanza da Belgio e Francia; per maggiori dettagli si rimanda al commento di Leonardo Baggiani nella sezione **Approfondimenti**.

Il grafico a destra della **Figura 2** mostra invece l'esposizione dei paesi esteri alle obbligazioni italiane; la colorazione grigia si riferisce ai Titoli di Stato, mentre quella marrone chiaro alle obbligazioni bancarie.

L'adesione all'operazione LTRO è stata maggiore per gli istituti bancari di Italia e Spagna seguiti a molta distanza da quelli di Belgio e Francia.



(Milioni di Euro)	2011		2012	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	1.880.007	36.780	1.934.965	37.786
Febbraio	1.876.128	-3.879	1.928.911	-6.054
Marzo	1.868.283	-7.845	1.946.083	17.172
Aprile	1.890.566	22.283		
Maggio	1.897.522	6.956		
Giugno	1.901.874	4.352		
Luglio	1.911.807	9.933		
Agosto	1.899.553	-12.273		
Settembre	1.883.749	-15.796		
Ottobre	1.909.072	25.334		
Novembre	1.904.859	-4.213		
Dicembre	1.897.179	-7.680		
Incremento		53.952		48.904

*Tabella 4: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2011 al 1 trim. 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Si può osservare che la Francia detiene la maggiore esposizione ai Titoli di Stato italiani, mentre la Germania ha solo una modesta esposizione al debito bancario. Nell'ordine sono esposti al debito pubblico italiano paesi minori dell'Eurozona, il Regno Unito e il Giappone.

È plausibile che nel corso del tempo vedremo progressivamente diminuire l'esposizione estera ai Titoli di Stato italiani dato che questo è proprio uno degli scopi, poco pubblicizzato, delle operazioni di finanziamento LTRO: finanziare le banche affinché acquistino il debito pubblico del proprio Stato, facendo diminuire nel medio termine il rischio di contagio in caso di default.

## Il debito pubblico

Anche nel primo trimestre del 2012 il debito pubblico è stato in forte aumento; dopo aver chiuso lo scorso anno a 1.897 miliardi, lo ritroviamo a 1.946 a fine marzo, ben 49 miliardi in più, si veda la **Tabella 4** dove le cifre in violetto indicano i mesi in cui si è avuto un peggioramento, mentre quelle in verde i mesi in cui il debito è migliorato.

Il debito pro capite raggiunge la somma di 31.981 euro in base alla stima demografica Istat della popolazione residente a fine 2011 di 60 milioni e 851 mila unità, di cui 4 milioni e 859 mila stranieri che vengono comunque inclusi in questo calcolo.

Nel corso del tempo  
vedremo  
progressivamente  
diminuire l'esposizione  
estera ai Titoli di Stato  
italiani.

Debito pubblico a 1.946  
miliardi a fine marzo, ben  
49 in più dello scorso  
trimestre.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito
<b>Anno 2000</b>	1.300.341		
<b>Anno 2001</b>	1.358.333	57.993	4,46%
<b>Anno 2002</b>	1.368.512	10.179	0,75%
<b>Anno 2003</b>	1.393.495	24.984	1,83%
<b>Anno 2004</b>	1.444.604	51.108	3,67%
<b>Anno 2005</b>	1.512.779	68.176	4,72%
<b>Anno 2006</b>	1.582.009	69.230	4,58%
<b>Anno 2007</b>	1.598.971	16.963	1,07%
<b>Anno 2008</b>	1.663.452	64.481	4,03%
<b>Anno 2009</b>	1.761.229	97.777	5,88%
<b>Anno 2010</b>	1.843.227	81.998	4,66%
<b>Anno 2011</b>	1.897.179	53.952	2,93%
<b>Genn. 2012</b>	1.934.965	37.786	NA
<b>Febb. 2012</b>	1.928.911	- 6.054	NA
<b>Mar. 2012</b>	1.946.083	17.172	NA
<b>Incremento</b>		645.742	49,66%

Tabella 5: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 1 trim. 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Al momento della redazione di questo Quaderno di Ricerca (inizio giugno 2012), il dato del debito pubblico appare moderatamente più elevato: con una proiezione attuale di oltre 1.967 miliardi (elaborazione Istituto Bruno Leoni).

Proiezione sul debito  
dell'Istituto Bruno Leoni  
1.967 miliardi.

### **Corte dei Conti, Audizione nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sul documento della Commissione europea "Analisi annuale della crescita per il 2012" – Presidente Luigi Gianpaolino, 13 marzo 2012**

*“Un elevato debito pubblico, alimentato da persistenti deficit annuali di bilancio, determina prima o poi – come si è verificato a partire dalla scorsa estate – un rialzo del costo del debito sovrano. Velocemente questo rialzo nel costo del debito pubblico si trasferisce sul costo del credito per le famiglie e per le imprese. Ne segue la caduta di quella parte della domanda particolarmente sensibile al tasso d'interesse, e cioè in primo luogo degli investimenti e dei consumi durevoli.*

*Particolarmente negativa è la caduta degli investimenti: infatti è proprio attraverso gli investimenti che le imprese incorporano nei processi produttivi l'innovazione tecnologica; una caduta degli investimenti ha effetti di lungo periodo sull'efficienza del sistema produttivo e, con essa, sulle prospettive di crescita dell'economia. [...]*

*Al pareggio di bilancio si affianca il vincolo relativo alla riduzione di un ventesimo all'anno della differenza fra il rapporto effettivo debito/PIL e il valore-soglia del 60%. [...]* Certamente, dal punto di vista della crescita fa differenza a quale livello della pressione fiscale – e quindi della spesa pubblica – quel pareggio di bilancio verrà conseguito. [...]

*Il risultato è che ci avviamo verso una pressione superiore al 45% del prodotto, un livello che ha pochi confronti nel mondo.”*

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 di oltre 645 miliardi, quasi un 50% in più rispetto al 2000.

Nel riquadro della pagina precedente viene riportato un breve stralcio della relazione del Presidente della Corte dei Conti, Luigi GianPaolino il 13 marzo; una sintesi davvero degna di nota in poche righe viene descritto tutto il dramma della situazione economica italiana.

L'incremento del debito dal 2000 a oggi è stato di oltre 645 miliardi.

### **Entrate e uscite della Pubblica Amministrazione**

Relativamente alle entrate delle Amministrazioni Pubbliche, l'Istat ha stimato nel 2011 entrate totali, pari al 46,6% del Pil, in aumento dell'1,7% rispetto all'anno precedente (+1,1% nel 2010). Le entrate correnti hanno registrato un incremento dell'1,3%, attestandosi al 45,9% del Pil. In particolare, le imposte indirette sono cresciute del 2,0%, trainate prevalentemente dall'aumento del gettito dell'IVA e delle imposte sugli oli minerali e gas metano. Le imposte dirette sono risultate in riduzione dello 0,1%, essenzialmente per effetto della contrazione dell'IRPEF.

La dinamica delle entrate complessive, più sostenuta rispetto a quella delle entrate correnti, è da ascrivere principalmente all'aumento di quelle in conto capitale (+47,2%). Queste ultime risentono della forte crescita delle imposte in conto capitale (+99,1%), dovuta prevalentemente ai versamenti a tantum dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori contabili ai principi internazionali IAS (D.L. n.185 del 2008 Art.15).

Le uscite totali delle Amministrazioni Pubbliche secondo l'Istat sono state pari al 50,5% del Pil (51,2% nel 2010), in aumento dello 0,4% rispetto al 2010. Le uscite di parte corrente sono aumentate dell'1,2%, attestandosi al 47,5% del Pil (era 47,7% nel 2010). In particolare, i redditi da lavoro dipendente si sono ridotti dell'1,2%, in presenza di una riduzione delle unità di lavoro delle Amministrazioni Pubbliche. Le spese per consumi intermedi hanno registrato un incremento dell'1,2%, in lieve aumento rispetto a quanto rilevato nel 2010 (+0,9%), mentre le prestazioni sociali in natura (che includono prevalentemente spese per assistenza sanitaria in convenzione) si sono ridotte del 2,2%, invertendo la dinamica positiva dell'anno precedente (+2,0%). Di conseguenza, la spesa per consumi finali delle Amministrazioni Pubbliche ha fatto registrare nel 2011 una contrazione dell'1,0%, a fronte della crescita dello 0,8% segnata nel 2010. Le prestazioni sociali in denaro sono aumentate del 2,2% (+2,4% nel 2010) trainate dalla crescita della spesa per pensioni e rendite, mentre sono risultate in riduzione le liquidazioni per fine rapporto di lavoro. Gli interessi passivi si sono attestati, nel 2011, su un livello di poco superiore ai 78 miliardi, in aumento del 9,7% rispetto all'anno precedente.

Nell'ambito della spesa in conto capitale, in contrazione dell'11,0%, gli investimenti fissi lordi sono diminuiti dello 0,8% (-15,8% nel 2010). Risultano in flessione anche i contributi agli investimenti (-11,0%) e le altre uscite in conto capitale; per queste ultime il valore negativo è dovuto alla contabilizzazione delle vendite dei diritti d'uso delle frequenze elettromagnetiche, in riduzione della spesa.

(Milioni di Euro)	2011			2012		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
<b>Gennaio</b>	32.068	22.996	9.072	31.808	20.658	11.150
<b>Febbraio</b>	27.028	30.944	-3.916	27.784	33.632	-5.848
<b>Marzo</b>	31.072	49.217	-18.145	28.729	43.038	-14.309
<b>Aprile</b>	28.729	29.328	-599			
<b>Maggio</b>	34.474	34.722	-248			
<b>Giugno</b>	38.613	62.066	-23.453			
<b>Luglio</b>	39.361	38.361	1.000			
<b>Agosto</b>	37.200	29.128	8.072			
<b>Settembre</b>	25.449	23.471	1.978			
<b>Ottobre</b>	30.933	31.065	-132			
<b>Novembre</b>	32.083	51.614	-19.531			
<b>Dicembre</b>	80.859	99.050	-18.191			
<b>Totale</b>	<b>437.869</b>	<b>501.962</b>	<b>-64.093</b>	<b>88.321</b>	<b>97.328</b>	<b>-9.007</b>

*Tabella 6: Andamento entrate e uscite statali dal 2011 al 1 trim. 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Grazie a questo testo è possibile agganciare una considerazione che non è mai stata fatta dalle pagine del nostro Osservatorio. Sono numerosi i documenti ufficiali con cui vengono indicati i dati della pressione fiscale; in genere tutti vedono una pressione oscillante tra il 42 e il 47%, con una tendenza in aumento.

Nessuno cita e pochi sanno che tale pressione viene calcolata tenendo presente nel Prodotto Interno Lordo anche la cifra derivante dall'attività sommersa. Nessuno conosce il reale valore di queste attività irregolari, in quanto non essendo note al fisco, non pagano né tasse né contributi; probabile inoltre che queste vengano sovrastimate da un lato per comprimere il dato della pressione fiscale da un altro per aumentare il comune sdegno.

Secondo l'Istat, l'economia in nero si aggirerebbe tra i 255 e i 275 miliardi di euro l'anno, questa cifra verrebbe sommata al Pil per calcolare la pressione fiscale ufficiale come rapporto tra le entrate fiscali/contributive ed il Pil rideterminato. Nel 2012 la pressione fiscale ufficiale dovrebbe attestarsi intorno al 45%, mentre secondo la CGIA di Mestre la pressione fiscale reale sarebbe ormai al 54,5%. Una percentuale che secondo altri calcoli non ufficiali avrebbe già superato abbondantemente il 60%. Riassumendo i dati Istat riportati nel riquadro a pagina precedente: le entrate rappresentano il 46,6% del Pil, mentre le spese sono il 50,5% del Pil.

Ciò significa che lo Stato rappresenta un'ampia fetta del Prodotto Interno Lordo e questa non è una buona notizia;

Pressione fiscale  
oscillante tra il 42 e il  
47%.

Nel computo vengono  
considerate le attività  
irregolari stimate tra i  
255 e i 275 miliardi  
l'anno.



da un lato ingenti risorse vengono sottratte dalla macchina statale, dall'altra gran parte dell'economia è condizionata dall'intervento dello Stato, che con i suoi privilegi esclusivi condiziona la libera iniziativa dei suoi cittadini.

Le entrate sono cresciute, non per un aumento dei servizi erogati a titolo oneroso, ma per una maggiore imposizione fiscale. Le uscite sono solo frazionalmente diminuite, ma il drastico ridimensionamento è riscontrabile nella spesa per investimenti.

Si scopre così che la forte riduzione della spesa per infrastrutture e investimenti in genere è andata per grossa parte a finanziare la spesa corrente, la normale spesa ordinaria, che è diminuita solo di lieve misura; detto in altre parole la spesa fuori controllo costringe a tagliare gli investimenti per riuscire a stare a galla.

La **Tabella 6** presenta mese per mese dal 2011 l'andamento delle entrate e delle uscite della Pubblica Amministrazione, i saldi in rosso presentano un disavanzo, mentre quelli in nero presentano una differenza positiva tra ciò che entra e ciò che esce.

Come è possibile notare, i mesi in disavanzo sono ancora la più parte, particolarmente preoccupante questo primo trimestre che presenta già due mesi su tre in rosso.

Concludiamo riportando altri due dati forniti dall'Istat: il primo è il valore del saldo primario nel 2011 pari a 15,658 miliardi, questa cifra rappresenta la differenza fra entrate e uscite al netto degli interessi sul debito; un valore positivo accomunato a un aumento del debito significa che il bilancio dello Stato sarebbe in positivo, ma che si crea un deficit con il pagamento degli interessi. Questo aspetto è collegato alla sostenibilità del debito finanziato dall'emissione di Titoli di Stato; un forte incremento degli interessi da corrispondere ha la conseguenza di portare fuori traiettoria i conti pubblici, ciò che sta accadendo attualmente al nostro paese.

Il secondo dato è relativo alle entrate fiscali che nel 2011 sono state di 671,643 miliardi, corrispondenti a una pressione fiscale del 42,5% del Pil, calcolata includendo le attività irregolari; come si è già affrontato in precedenza questo livello di tassazione ha già raggiunto un grado insostenibile che mina fortemente una ripresa della crescita.

La crescita si raggiunge diminuendo il carico fiscale, ma diminuire il carico fiscale significa peggiorare la sostenibilità del debito pubblico; in pratica è una

Lo Stato rappresenta un'ampia fetta del Prodotto Interno Lordo.

La forte riduzione della spesa per infrastrutture e investimenti in genere è andata per grossa parte a finanziare la spesa corrente.

Il saldo primario è stato di 15,658 miliardi.

Le entrate fiscali sono state di 671,643 miliardi.



(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	72.734	4,58%
1 Trim. 2012	1.619.188	6,83	7.860	NA
Apr. 2012	1.615.808	6,84	NA	NA

Tabella 7: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad aprile 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

situazione di corto circuito da cui non se ne esce se non tagliando selvaggiamente la spesa.

Ricordiamo che la spesa pubblica non è formata solo dal funzionamento della macchina burocratica, ma anche dalle misure di sostegno socioprevidenziale; nella sezione **Approfondimenti** è possibile trovare un commento di Andrew Lawford sulle dinamiche della spesa pensionistica dopo la riforma Fornero.

## Lo stock di Titoli di Stato

Prima di procedere all'esame dello stock di Titoli di Stato, va qui menzionata la Long Term Refinancing Operation (LTRO) attuata dalla Banca Centrale Europea in due tranche; il 22 dicembre per 489,19 miliardi di euro a 523 banche e il 29 febbraio per 529,53 miliardi a 800 banche.

L'operazione consiste in un finanziamento al tasso dell'1% della durata di tre anni rivolto alle banche europee, che vi accedono depositando generalmente come collaterale Titoli di Stato del proprio paese; si veda anche il commento di Leonardo Baggiani nella sezione **Approfondimenti**.

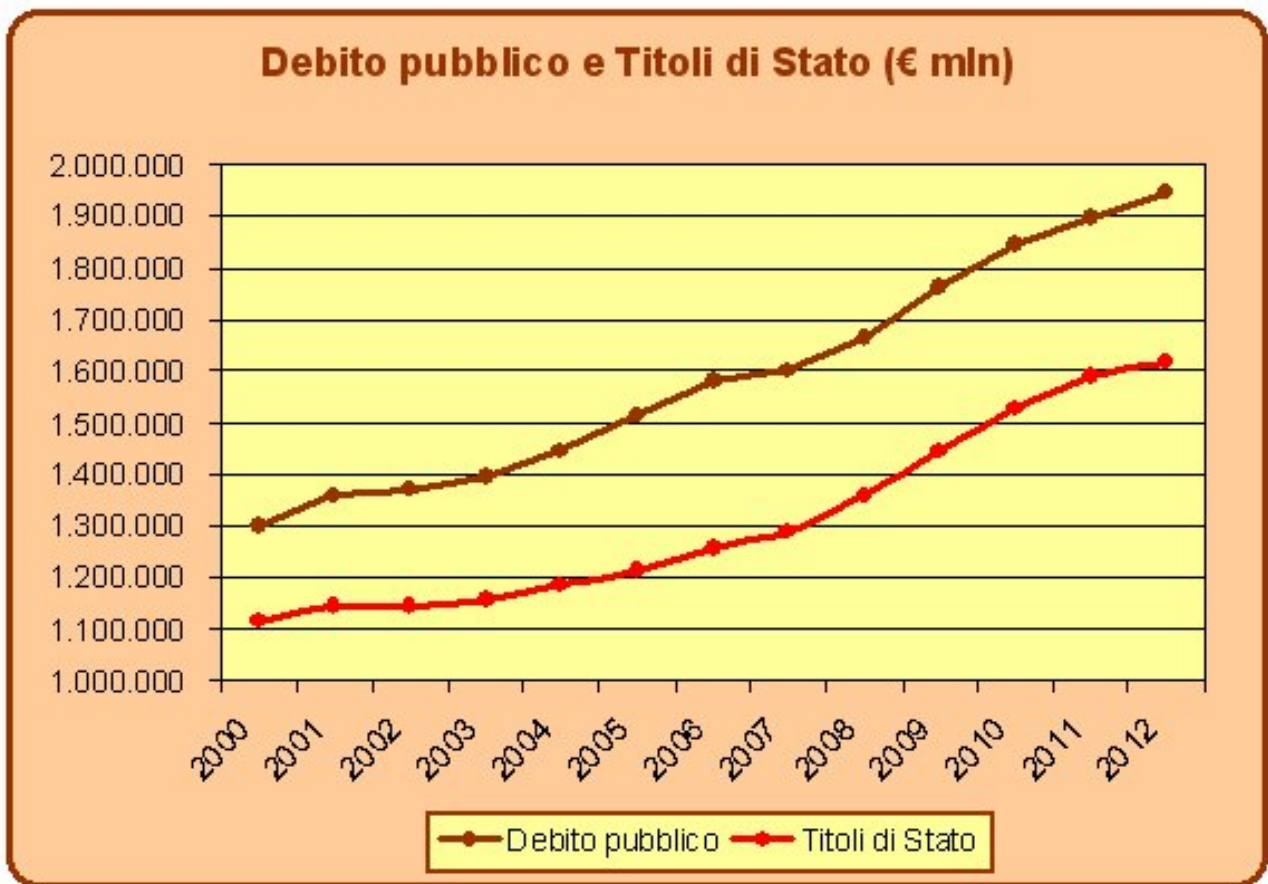
Si raggiungono così due scopi: da un lato un miglioramento dei bilanci bancari, che possono trarre beneficio dal differenziale di tassi fra quello percepito dai Titoli di Stato e quello pagato alla BCE, dall'altro il progressivo spostamento del debito pubblico degli Stati da estero a domestico. Allo stesso tempo la BCE riesce ad aggirare il divieto di acquisto dei Titoli di Stato, affidandone l'azione di sostegno, volto al ripristino della fiducia dei risparmiatori, alle banche.

Questi scopi nascondono anche degli effetti perversi: il primo è senz'altro quello di favorire un travaso di denaro dalle tasche dei cittadini a quello delle banche, che

La BCE con l'operazione LTRO riesce ad aggirare il divieto di acquisto dei Titoli di Stato.

Le banche possono trarre beneficio dal differenziale di tassi fra quello percepito dai Titoli di Stato e quello pagato alla BCE.

Le banche sono incentivate a impiegare il denaro nel debito pubblico piuttosto che per finanziare le imprese.



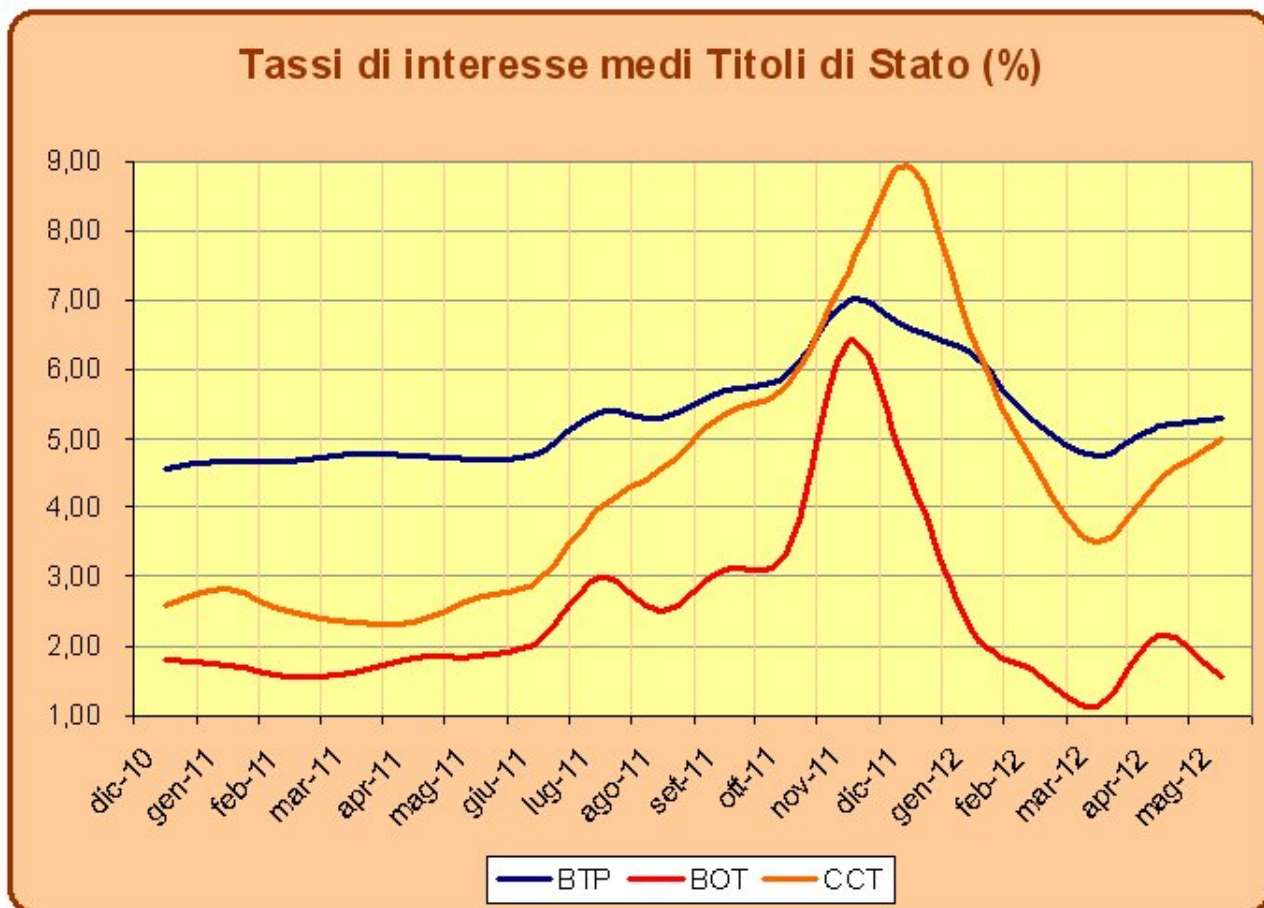
*Figura 3: Debito Pubblico e Titoli di Stato dal 2000 ad aprile 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*

vengono finanziate a un tasso estremamente basso (1%) e ne percepiscono uno molto superiore attraverso l'impiego in Titoli di Stato.

Il secondo è quello di incentivare le banche ad impiegare il denaro nel debito pubblico piuttosto che finanziare le imprese, minando alla base la ripresa economica; anzi le notizie del drenaggio dei finanziamenti da parte delle banche sono una delle cause della chiusura di molte aziende in crisi di liquidità, strozzate dal tardivo pagamento delle pubbliche forniture (1.676 giorni di ritardo da parte di un'ASL di Napoli, fonte CGIA Mestre), dalla mancata restituzione in tempi accettabili delle imposte pagate in eccesso e dal pagamento di imposte per fatture ancora non saldate.

Ma l'effetto perverso di gran lunga più insidioso è legato al progressivo spostamento del debito pubblico da estero a domestico; da un lato le banche torneranno a spingere il collocamento verso i risparmiatori, adducendo come motivazione che esse stesse investono in tali asset e che il fallimento dello Stato corrisponderebbe al fallimento delle banche stesse. Dall'altro, quando fra alcuni anni, il debito pubblico sarà detenuto dai risparmiatori del medesimo

Fra alcuni anni il debito pubblico sarà detenuto dai risparmiatori del medesimo Stato, ci si troverà di fronte a due tasche dello stesso vestito, ciò che non si trova in una, verrà ricercato nell'altra.



*Figura 4: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da dic. 2010 a maggio 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Stato, ci si troverà di fronte a due tasche dello stesso vestito, ciò che non si trova in una, verrà ricercato nell'altra. Se un innesco inflattivo non sarà possibile o non dovesse bastare a diluire il debito, si potrà attivare un default selettivo, o ristrutturazione se il termine è più gradito, sul debito domestico, evitando così il contagio dei mercati internazionali a scapito dei propri cittadini.

La **Tabella 7** mostra l'andamento dello stock di Titoli di Stato dal 2006 ad aprile 2012; l'incremento è stato di circa 359 miliardi in poco più di sei anni, ben 29 in più dalla fine del 2011; ad aprile l'ammontare complessivo di Titoli di Stato era quasi di 1.616 miliardi solo moderatamente più basso rispetto ai 1.619 miliardi del primo trimestre 2012. La dinamica resta 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 3**.

Lo stock di Titoli di Stato  
ammonta a quasi 1.616  
miliardi.

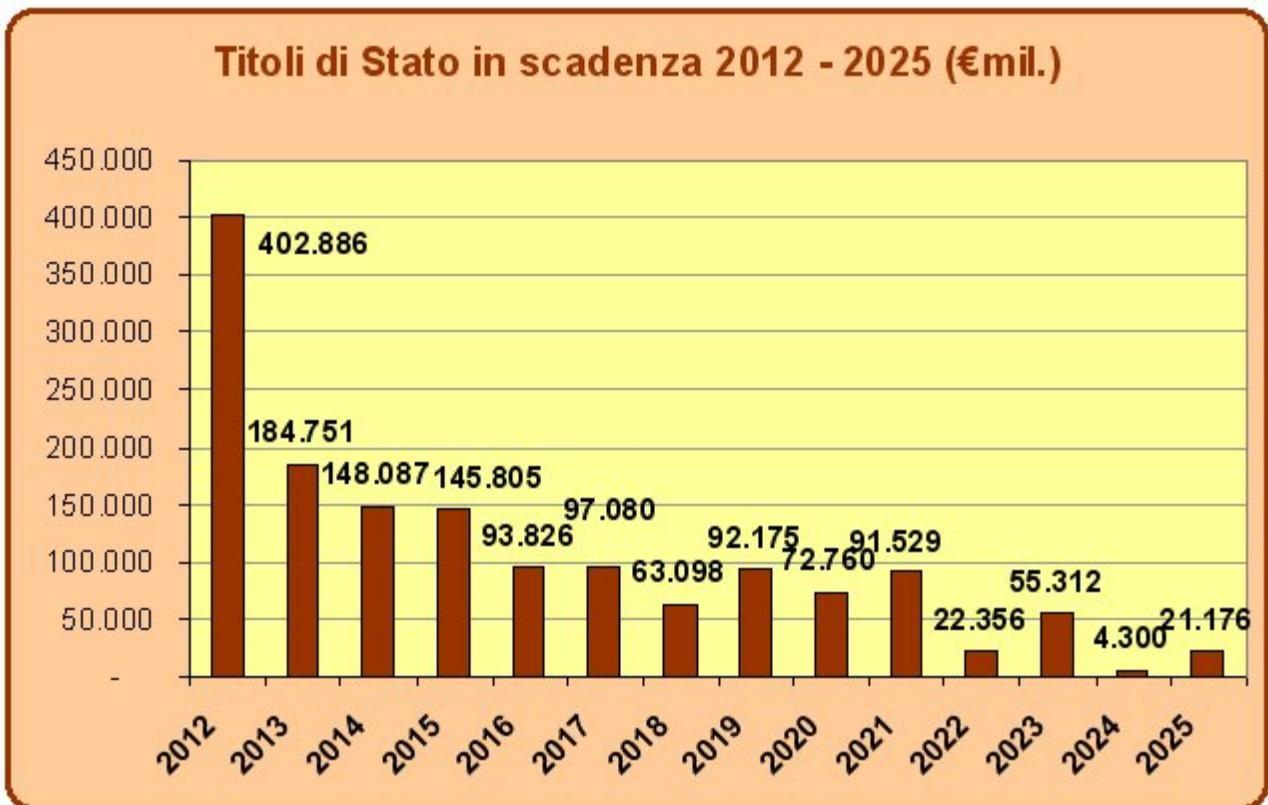


Figura 5: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2009 ad aprile 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)



Figura 6: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)





*Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino a al 2025  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

I tassi di interesse medi in calo per tutto il primo trimestre del 2012 sono nuovamente in crescita per i BTP e i CCT; a maggio segnavano il 5,30% per i BTP, l'1,56 per i BOT e il 4,98% per i CCT, si veda la **Figura 4**. Battuta di arresto invece per la riduzione della vita media del debito che resta pressoché stabile 6,84 anni, si veda la **Figura 5**.

La **Figura 6** mostra l'ammontare dei titoli in scadenza sino alla fine dell'anno in corso; si potrà osservare come quasi tutte le scadenze siano abbastanza impegnative, con un fine anno abbastanza gravoso in termini di titoli da rinnovare. Pesante anche il programma di rinnovo dei titoli nel corso degli anni futuri, si veda a tal proposito la **Figura 7**, che presenta già oggi delle cifre piuttosto importanti. Si deve qui precisare che se l'ammontare già a partire dal prossimo anno è circa la metà dell'anno in corso, non significa che la situazione migliori, anzi il debito collocato con durate inferiori all'anno, essenzialmente BOT, è continuamente soggetto a rinnovi. Già nei prossimi numeri dell'Osservatorio si potrà notare come la cifra in scadenza nel 2013 subirà un aumento.

La **Figura 8** mostra la composizione dello stock di Titoli di Stato e la sua variazione da marzo 2010 a marzo 2012;

Il rinnovo dei titoli in scadenza risulta abbastanza gravoso.

Non vi sono modifiche di rilievo nella composizione dello stock di Titoli di Stato.



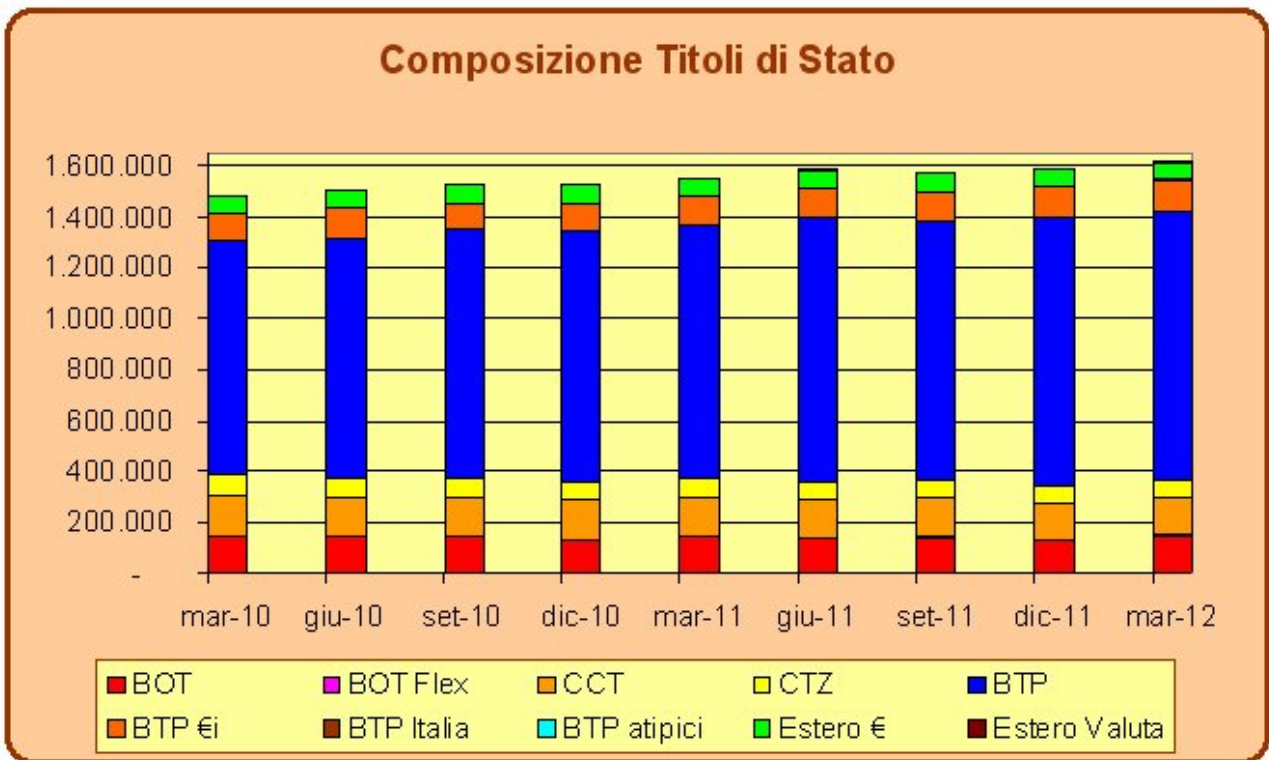


Figura 8: Tipologia dei Titoli di Stato da mar. 2010 a mar. 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

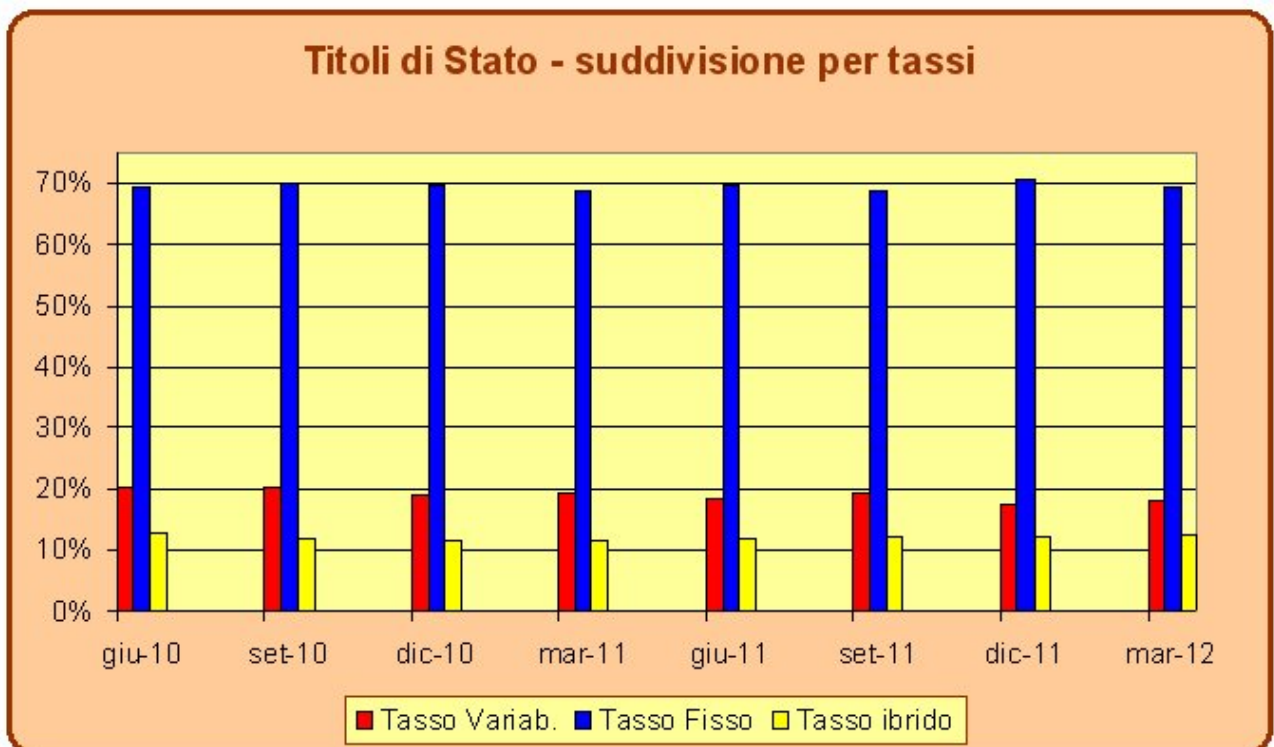


Figura 9: Suddivisione dei Titoli di Stato in tasso fisso e variabile giu. 2010 - mar. 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

	€ milioni	€ milioni	%
<b>Riserve in valuta estera</b>	28.379		20%
<b>Riserve verso FMI</b>	5.004		4%
<b>Diritti speciali prelievo</b>	7.276		5%
<b>Oro</b>	99.021		71%
<b>Altre attività di riserva</b>	-		
		139.680	100%
<b>Altre attività in valuta estera</b>	2.389	2.389	

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

non vi sono modifiche di rilievo rispetto al trimestre precedente salvo un aumento della quota dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT – colore rosso) e dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP – colore blu), da notare l'introduzione di un nuovo tipo di Titoli di Stato i BTP Italia ancora di minimo importo.

Modestissime le variazioni nella suddivisione dei tassi, si veda la **Figura 9**, dove si assiste a un contenuto incremento del tasso variabile e una corrispondente diminuzione del tasso fisso; tale variazione appare ben motivata dal nuovo incremento dei tassi di interesse da riconoscere al momento del collocamento.

## Le Riserve della Banca d'Italia

Non vi sono variazioni di rilievo sullo stato delle riserve ufficiali, a maggio 2012 erano pari a quasi 140 miliardi (si veda la **Tabella 8**), in modesto calo dai 142 miliardi del precedente Osservatorio. La variazione è in larga parte attribuibile alla diminuzione del prezzo dell'oro che rappresenta il 72% delle riserve.

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.

Riserve ufficiali della Banca d'Italia a quasi 140 miliardi.

La variazione delle riserve è in larga parte attribuibile alla diminuzione del prezzo dell'oro che rappresenta il 72% delle riserve totali.

(Milioni di Euro)	Pil	Delta Pil	%Pil deflaz.	Debito pubblico	Deficit/Pil	Debito/Pil
<b>Anno 2000</b>	1.191.057		3,70%	1.300.341		109,18%
<b>Anno 2001</b>	1.248.648	57.591	1,90%	1.358.333	4,64%	108,78%
<b>Anno 2002</b>	1.295.226	46.578	0,50%	1.368.512	0,79%	105,66%
<b>Anno 2003</b>	1.335.354	40.128	0,00%	1.393.495	1,87%	104,35%
<b>Anno 2004</b>	1.391.530	56.176	1,50%	1.444.604	3,67%	103,81%
<b>Anno 2005</b>	1.429.479	37.949	0,70%	1.512.779	4,77%	105,83%
<b>Anno 2006</b>	1.485.377	55.898	2,00%	1.582.009	4,66%	106,51%
<b>Anno 2007</b>	1.546.177	60.800	1,50%	1.598.971	1,10%	103,41%
<b>Anno 2008</b>	1.567.851	21.674	-1,30%	1.663.452	4,11%	106,10%
<b>Anno 2009</b>	1.520.870	- 46.981	-5,20%	1.761.229	6,43%	115,80%
<b>Anno 2010</b>	1.548.816	27.946	1,30%	1.843.227	5,29%	119,01%
<b>Anno 2011</b>	1.580.220	31.404	0,40%	1.897.179	3,46%	120,11%
<b>Anno 2012 (st.)</b>	1.588.043	7.823	-1,20%	1.969.645	3,89%	123,40%
<b>Anno 2013 (st.)</b>	1.627.259	39.216	0,50%	1.977.120	1,07%	121,50%
<b>Anno 2014 (st.)</b>	1.673.029	45.770	1,00%	1.977.520	0,02%	118,20%
<b>Anno 2015 (st.)</b>	1.725.545	52.516	1,20%	1.974.023	-0,20%	114,40%

*Tabella 9: Pil e debito pubblico nel periodo 2000-2011, stime sino al 2015  
(Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia e MEF)*

## Il Prodotto Interno Lordo

La **Tabella 9** riporta i dati del Prodotto interno lordo dal 2000 al 2011 e le stime in base al Documento di Economia e Finanza sino al 2015. Il Pil 2011 a prezzi di mercato è stato di 1.580 miliardi di euro, con un aumento dell'1,7% rispetto all'anno precedente che corrisponde a un modesto incremento dello 0,4%, una volta depurato dall'inflazione. Molto spesso il valore del Pil viene indicato nel suo importo a prezzi di mercato, quasi sempre si constata un aumento; molto meno note sono invece le misure che risultano una volta che è stato applicato il deflatore Pil, quel coefficiente che dovrebbe depurare il Pil dagli aumenti derivanti dall'inflazione.

Ma anche il deflatore Pil nasconde a sua volta dei trabocchetti in quanto non corrisponde all'inflazione annuale misurata; a solo titolo di esempio nel 2011 il deflatore Pil è aumentato dell'1,3%, mentre il deflatore della spesa delle famiglie residenti e dei consumi interni sono ambedue cresciuti del 2,7%. È pertanto plausibile che una parte dell'inflazione contribuisca ugualmente a influenzare l'aumento del Pil.

Il rapporto deficit/Pil nel 2011 è stato del 3,46% ed ha comportato un aumento del rapporto debito/Pil al 120,11%.

Il Pil 2011 è stato di 1.580 miliardi di euro, con un aumento dell'1,7% rispetto all'anno precedente e che corrisponde a un incremento dello 0,4% una volta depurato dall'inflazione.

Il rapporto deficit/Pil nel 2011 è stato del 3,46% ed ha comportato un aumento del rapporto debito/Pil al 120,11%.

Nel primo trimestre 2012 la stima preliminare del prodotto interno lordo ha visto una diminuzione dello 0,8% sul trimestre precedente e dell'1,3% rispetto al primo trimestre del 2011. La crescita acquisita per il 2012 è pari al -1,3%.

Per quanto riguarda le stime per gli anni seguenti sino al 2015, si può far riferimento al Documento di Economia e Finanza (DEF) presentato lo scorso 23 aprile. Il debito pubblico includendo il contributo all'European Stability Mechanism (ESM) e gli aiuti finanziari a Grecia, Irlanda e Portogallo, salirà di 3,3 punti quest'anno, raggiungendo il 123,4 per cento del Pil, per poi ridursi di quasi 2 punti nel 2013 e di oltre 3 nel 2014, giungendo a poco più del 118 per cento del Pil, per scendere ulteriormente al 114 nel 2015. Escludendo il sostegno ai paesi in difficoltà, l'incremento del debito nel 2012 sarebbe pari a circa un punto, al 120,3 per cento, e la flessione negli anni successivi sarebbe più rapida.

Il quadro presentato dal Governo sconta che le erogazioni della European Financial Stability Facility (EFSF) si attestino a 29,5 miliardi nel 2012 (principalmente in favore della Grecia), 5,2 nel 2013 e 1,1 nel 2014; i versamenti italiani al capitale dell'ESM sono valutati in 5,6 miliardi nel 2012 e nel 2013, in 2,8 nel 2014. Al momento non sono disponibili dati certi circa la distribuzione nel tempo di tali finanziamenti.

Non possiamo però ignorare che già il dato sul debito pubblico registrato a marzo (1.946 miliardi) renderebbe incompatibili questi dati di previsione, in quanto risulta assai improbabile che il debito aggiuntivo nei tre trimestri seguenti si possa limitare a 13 miliardi dopo un aumento nel solo primo trimestre di 49 miliardi.

A questo si aggiunge il recentissimo dato sull'andamento delle entrate tributarie nei primi quattro mesi del 2012; pur presentando un aumento rispetto al medesimo periodo del 2011, non raggiungono le previsioni indicate nel DEF. L'ammontare mancante, secondo la Ragioneria Generale dello Stato, sarebbe di quasi 3,5 miliardi, con un minor gettito per 2,9 miliardi dell'IVA. Un sintomo evidente del calo di consumi e di come le manovre fiscali di questo Governo non solo non stiano funzionando, ma ottengano un risultato opposto a quanto desiderato.

Appare quindi non solo pressoché certo l'aumento dell'Iva dal 21 al 23% dall'1 ottobre, ma rende anche plausibile una nuova manovra di stabilizzazione dei conti pubblici nel secondo semestre.

La crescita acquisita per il 2012 è pari al -1,3%.

Il dato sul debito pubblico registrato a marzo renderebbe incompatibili le attuali previsioni.

L'ammontare mancante, secondo la Ragioneria Generale dello Stato, sarebbe di quasi 3,5 miliardi.

Appare quindi non solo pressoché certo l'aumento dell'Iva dal 21 al 23% dall'1 ottobre, ma rende anche plausibile una nuova manovra di stabilizzazione dei conti pubblici nel secondo semestre.



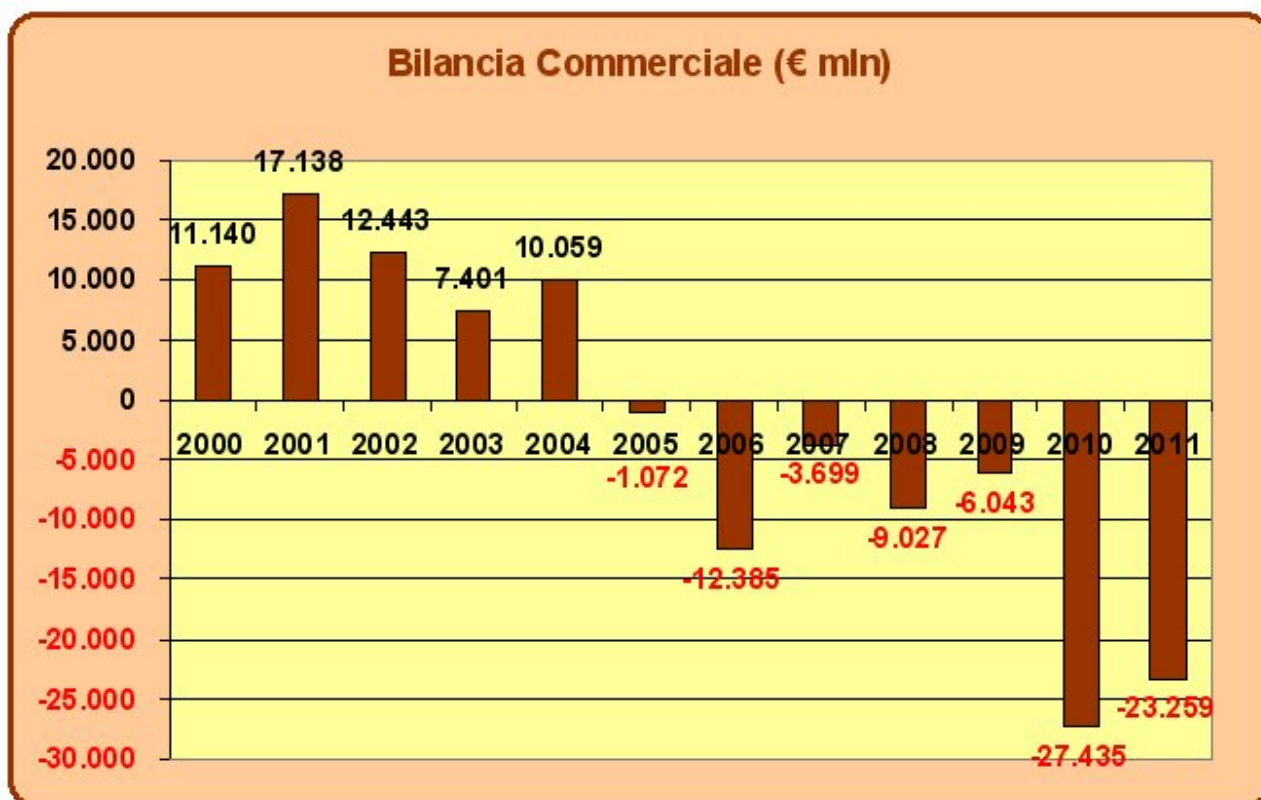


Figura 10: La bilancia commerciale italiana dal 2000 al 2011  
(Elaborazione su dati Istat)

Tornando alle stime riportate nel DEF, secondo le dichiarazioni del Governo sarebbero compatibili anche con le nuove regole introdotte dal Patto di stabilità in cui l'eccedenza del rapporto debito/PIL rispetto al 60 per cento devono essere ridotte di un ventesimo all'anno. Vedremo se ciò si tradurrà in realtà e con quali impatti a causa nelle numerose misure draconiane già adottate dal Governo Monti.

## 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.

La **Figura 10** mostra l'andamento a partire dal 2000 sino al 2011; il dato definitivo che non era ancora noto alla pubblicazione del precedente Osservatorio ha indicato un disavanzo commerciale di 23,3 miliardi, con un parziale miglioramento sull'anno precedente.

Il disavanzo commerciale è stato nel 2011 di 23,3 miliardi, con un parziale miglioramento sull'anno precedente.



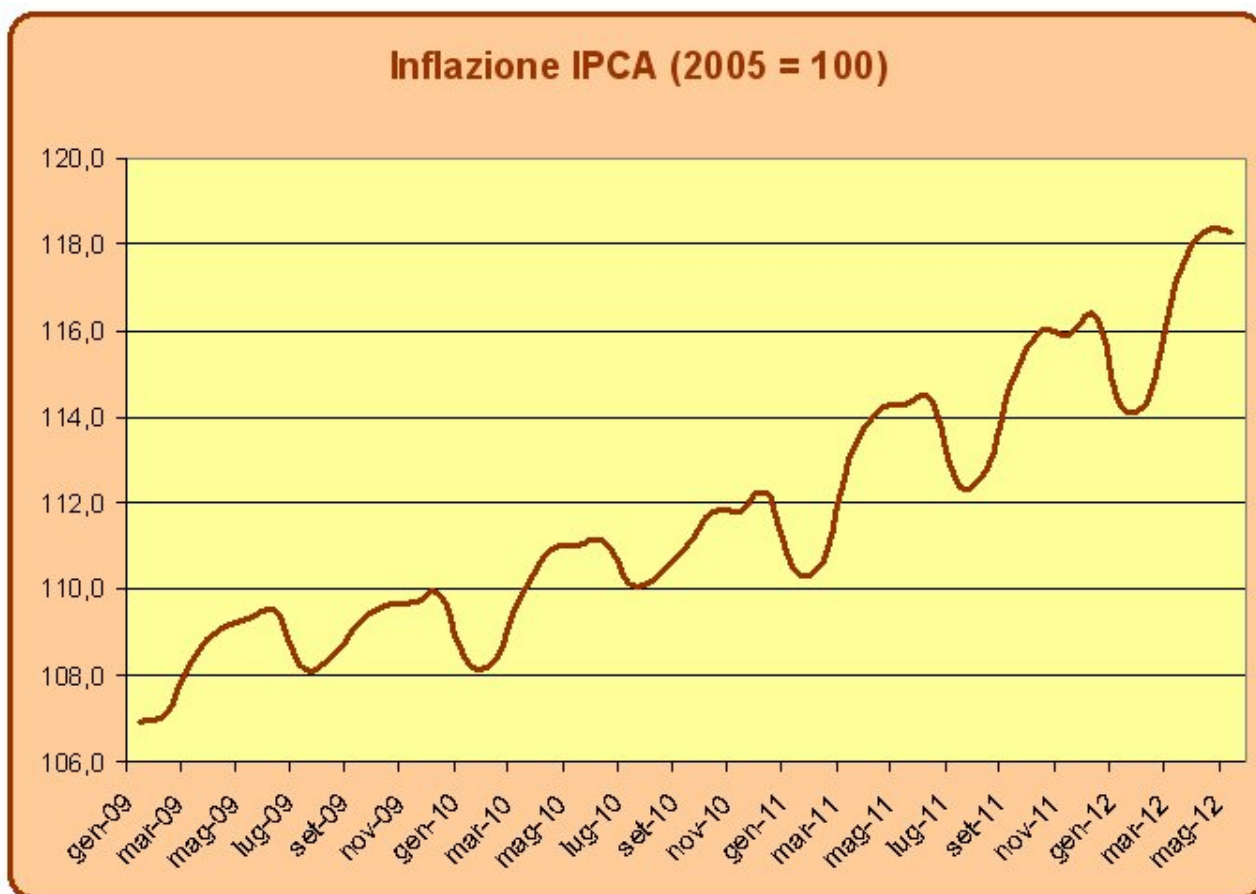


Figura 11: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2009 a maggio 2012 (Elaborazione su dati Istat)

In questa sezione includiamo anche un veloce accenno al bilancio energetico italiano, cioè i costi per l'importazione di petrolio, gas ed elettricità. Secondo un dato dell'Unione Petrolifera questi costi hanno segnato un record nel 2011, salendo del 19% a 63 miliardi di euro, rispetto ai 52,9 miliardi del 2010. I costi energetici sarebbero quindi pari a un 4% del Prodotto Interno Lordo e un loro aumento nel corso del 2012, come pare plausibile, potrebbe incrementare la vulnerabilità del nostro paese.

## L'inflazione

Prosegue con una certa regolarità l'andamento ciclico dell'inflazione; dopo il rallentamento dell'inizio dell'anno e la successiva fase di espansione ci troviamo in un momento di possibile diminuzione, si veda la **Figura 11**.

Il valore dell'indice IPCA, con base 100 nel 2005, è ora pari a 118,3 con un incremento rispetto a un anno fa del 3,5%.

I costi energetici sarebbero pari a un 4% del Prodotto Interno Lordo e un loro aumento potrebbe incrementare la vulnerabilità del nostro paese.

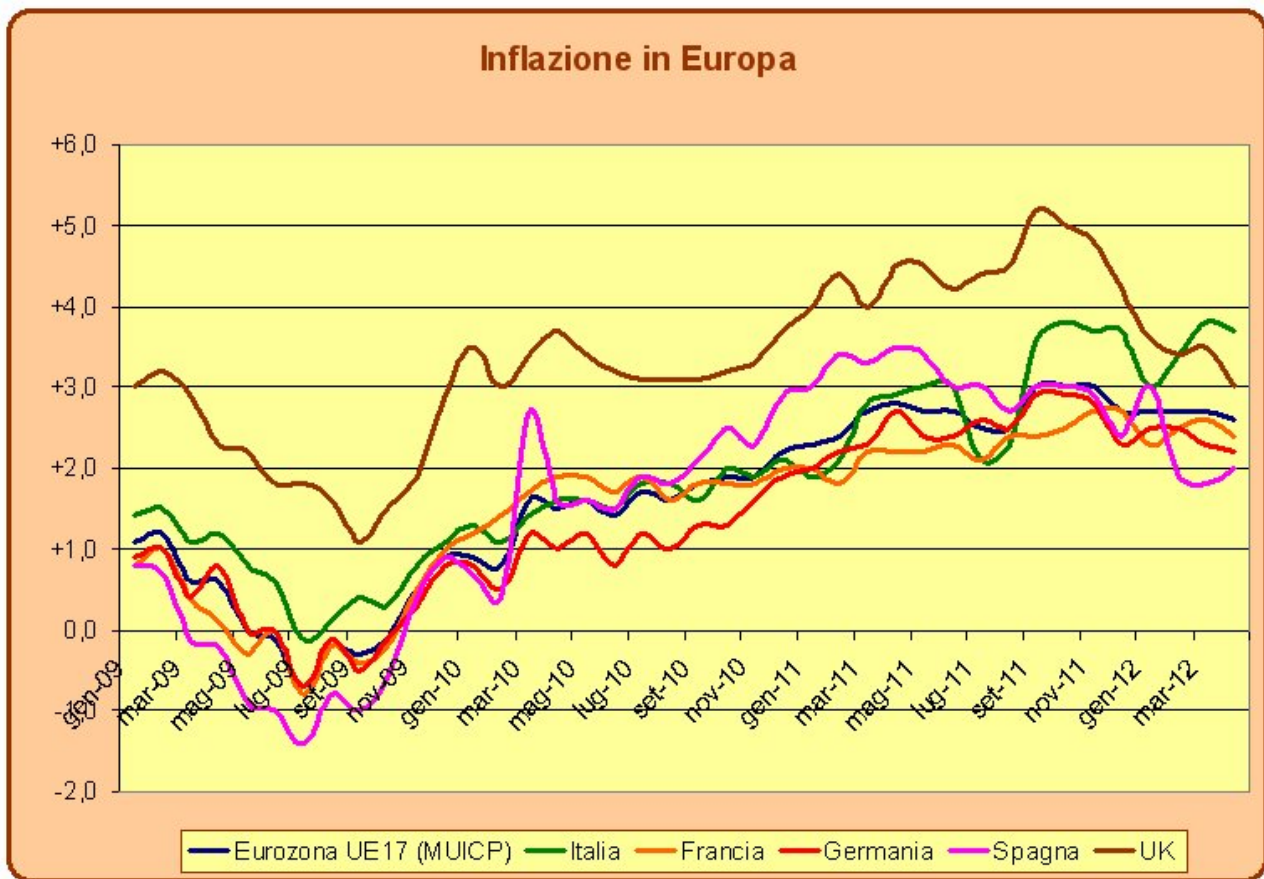


Figura 12: Inflazione in Europa dal 2009 ad aprile 2012  
(Elaborazione su dati Eurostat)

Significa che il potere di acquisto in poco più di 7 anni è diminuito di oltre il 18%, con una perdita nell'ultimo anno di oltre tre punti percentuali.

Non servono molti altri dati per confutare coloro che affermano non esservi inflazione; aspetto ben noto e riscontrabile nella vita di tutti i giorni.

L'inflazione acquisita rilevata dall'Istat per l'anno 2012 è pari al 2,7%.

La **Figura 12** riporta invece dell'inflazione in alcuni paesi europei sino a maggio 2012; si rileva in particolare un rallentamento nel Regno Unito e invece una modesta ripresa in Spagna.

## La disoccupazione

Sensibile aumento della disoccupazione italiana rispetto al precedente Osservatorio che è passata dall'8,9% del mese di dicembre al 10,2% del mese di aprile 2012, si veda la **Figura 13**.

Il potere di acquisto in poco più di 7 anni è diminuito di oltre il 18%, con una perdita nell'ultimo anno di oltre tre punti percentuali.

Sensibile aumento della disoccupazione italiana giunta al 10,2% nel mese di aprile.



Figura 13: Disoccupazione in Italia da gennaio 2011 ad aprile 2012  
(Elaborazione su dati Eurostat)

FIGURA 1. POPOLAZIONE TOTALE 15-74 ANNI PER CONDIZIONE. Anno 2011, migliaia di unità

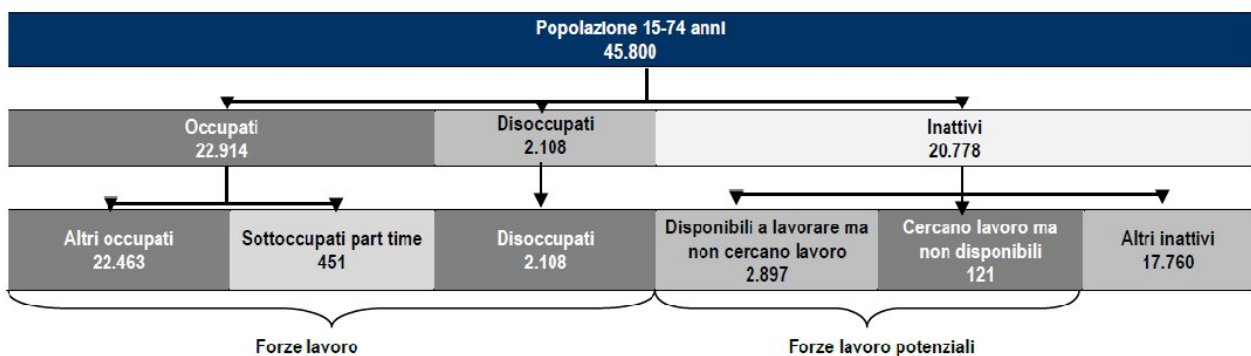
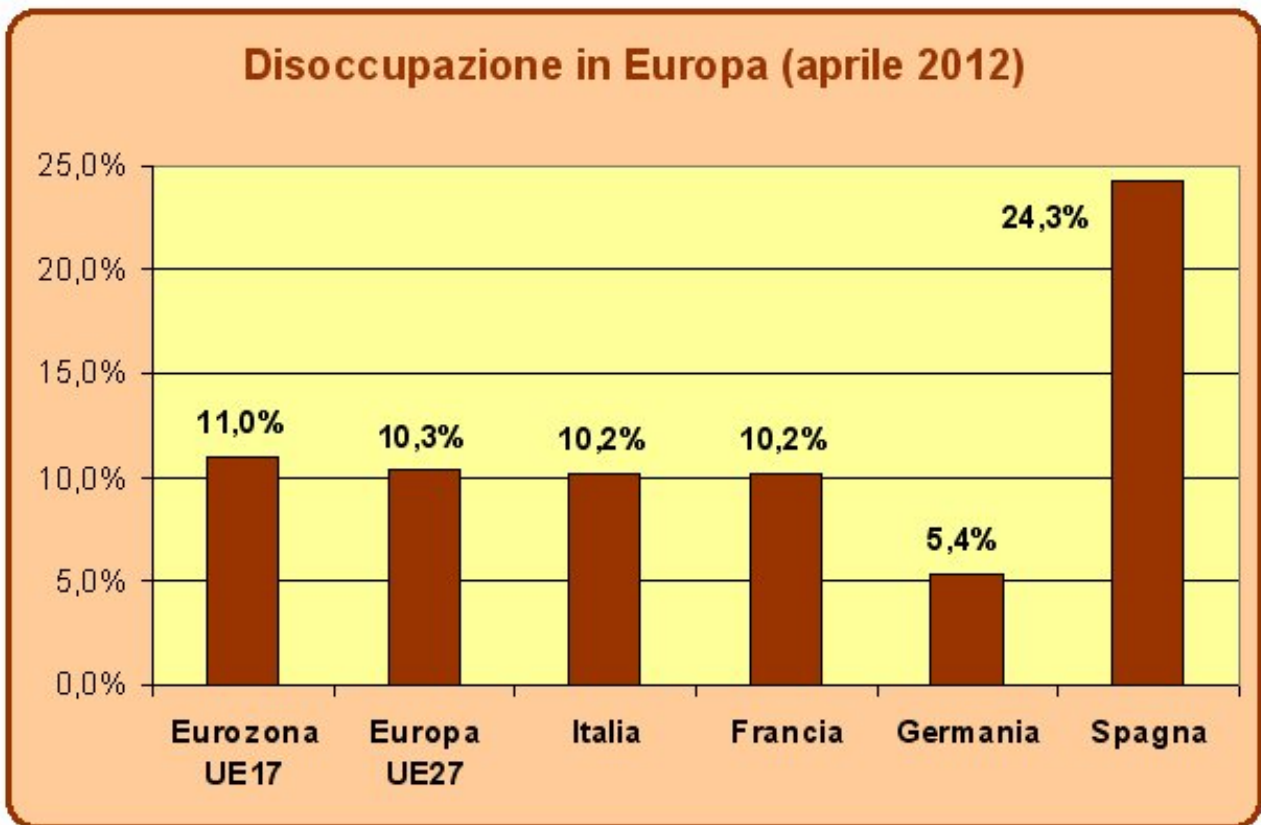


Figura 14: Suddivisione della popolazione in condizione lavorativa nell'anno 2011  
(Fonte Istat)



*Figura 15: Disoccupazione in Europa ad aprile 2012  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Il tasso di occupazione resta intorno al 57%, mentre i giovani disoccupati al di sotto di 24 anni rappresentano il 35,2%; un valore fortemente preoccupante e ulteriormente in aumento dal 31% del precedente Osservatorio.

La **Figura 14** riporta la suddivisione della popolazione in condizione lavorativa nell'anno 2011. In essa si trovano i germi dell'insostenibilità del mercato del lavoro del nostro paese; se dovessimo considerare i disoccupati insieme agli inattivi, questi ultimi oltrepasserebbero il numero di occupati.

Altro fenomeno tutto italiano è la cassa integrazione, una misura a sostegno del reddito che però non entra nel computo della disoccupazione.

La ore di cassa integrazione concesse nei prime cinque mesi dell'anno sono state di 428,3 milioni con un incremento dello 0,64% rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente quando erano state di 425,6 milioni. In modo molto approssimativo circa 535 mila lavoratori sono stati sostenuti dalla cassa integrazione nel primo trimestre, un numero che farebbe lievitare di un altro 2,5% il tasso di disoccupazione, portandolo vicino al 13%.

I giovani disoccupati al di sotto di 24 anni sono il 35,2%.

Contando i lavoratori sostenuti dalla cassa integrazione il tasso di disoccupazione salirebbe di un altro 2,5%, portandolo vicino al 13%.

Ci asteniamo in queste pagine da una valutazione sull'attuale riforma del lavoro in itinere; misureremo, come di consueto, in futuro gli effetti reali della riforma. Registriamo comunque i complimenti di Angel Gurría, Segretario Generale dell'Ocse, che si è così espresso:

*“Il nuovo pacchetto di riforme è un passo decisivo per affrontare i principali problemi del mercato del lavoro italiano in modo coerente. La riforma del lavoro andrà a integrare altre iniziative, tra cui la revisione già approvata del sistema pensionistico e le liberalizzazioni, a vantaggio della creazione di nuovi posti di lavoro, della riduzione della disoccupazione e del rafforzamento della crescita a lungo termine.”*

Un tono forse troppo entusiasta, ma che non ha trascurato di ricordare i compiti da svolgere:

*“L'Ocse ha da tempo raccomandato all'Italia di chiarire e semplificare le procedure di licenziamento per i lavoratori a tempo indeterminato, di rafforzare il ruolo di sostegno contro la disoccupazione, di attuare politiche di assunzione efficaci, di ostacolare il ricorso ai contratti di lavoro a tempo determinato e migliorare il passaggio dalla scuola al lavoro per i giovani.”*

Per concludere la **Figura 15** mostra un confronto del livello di disoccupazione in Europa: Italia e Francia si trovano abbastanza in linea con la media dell'Europa a 27, campioni al rialzo e al ribasso Spagna e Germania, rispettivamente con un 24,3% e un 5,4%.

L'Ocse ha da tempo raccomandato all'Italia di chiarire e semplificare le procedure di licenziamento per i lavoratori a tempo indeterminato, di rafforzare il ruolo di sostegno contro la disoccupazione, di attuare politiche di assunzione efficaci, di ostacolare il ricorso ai contratti di lavoro a tempo determinato e migliorare il passaggio dalla scuola al lavoro per i giovani.



# Approfondimenti

## Il focus di IdeasHaveConsequences.org

### Politica monetaria e mercato interbancario

Il I trimestre 2012 ha visto il prolungarsi degli interventi non standard delle misure di politica monetaria da parte della BCE. Particolarmente rilevante è l'importo dell'operazione di rifinanziamento a lungo termine del 29 febbraio: in occasione della seconda asta triennale, dopo la prima del 22 dicembre 2011 le banche europee hanno avanzato richieste per complessivi 529,53 miliardi di euro. All'operazione, regolata ad un tasso dell'1%, hanno partecipato 800 banche contro le 523 di quella precedente. Il maggior numero di istituti di credito beneficiari è dovuto anche alla riduzione dei requisiti minimi relativi agli strumenti finanziari utilizzabili come collaterali a garanzia, scelta questa ritenuta necessaria dal Governatore Draghi e dal board della Banca Centrale per migliorare le condizioni del mercato interbancario garantendo inoltre un più agevole riacquisto dei titoli di stato da parte degli istituti. Queste operazioni possono essere considerate sotto molti punti di vista come la versione europea dei Quantitative Easing messi in atto dalla Federal Reserve, seppur con tutte le differenze del caso dovute principalmente a vincoli statutari ed alla separazione tra agenti fiscali ed autorità monetaria presente all'interno dell'Unione Europea ed assente negli USA.

Il mercato interbancario ha continuato pertanto a registrare tassi di interesse a breve termine in calo come si vede dalla **Tabella 10**.

	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	GEN	FEB	MAR
Eonia	0,966	1,033	1,124	1,012	0,906	1,005	0,960	0,790	0,627	0,380	0,366	0,357
Euribor3m	1,321	1,425	1,486	1,597	1,553	1,536	1,576	1,485	1,426	1,222	1,048	0,858
Eurepo3m	1,063	1,138	1,227	1,277	0,883	0,634	0,634	0,395	0,208	0,135	0,155	0,143

*Tabella 10: Eonia – Euribor 3m – Eurepo 3m (medie mensili 04/11 – 03/12)*

In particolare in marzo la discesa del tasso Euribor a 3 mesi è proseguita fino ad un livello inferiore al tasso di rifinanziamento marginale. Gli operatori non si attendono rialzi dei tassi di interesse nonostante l'inflazione rimanga stabilmente al di sopra del target del 2%. Del resto lo stesso Governatore Draghi ha più volte ribadito come la stance della politica monetaria sia destinata a rimanere espansiva nel medio termine.

Gli interventi della Banca Centrale Europea hanno avuto come principale scopo quello di rallentare la velocità del brusco processo di deleveraging messo in atto dalle banche europee nel III e VI trimestre del 2011.

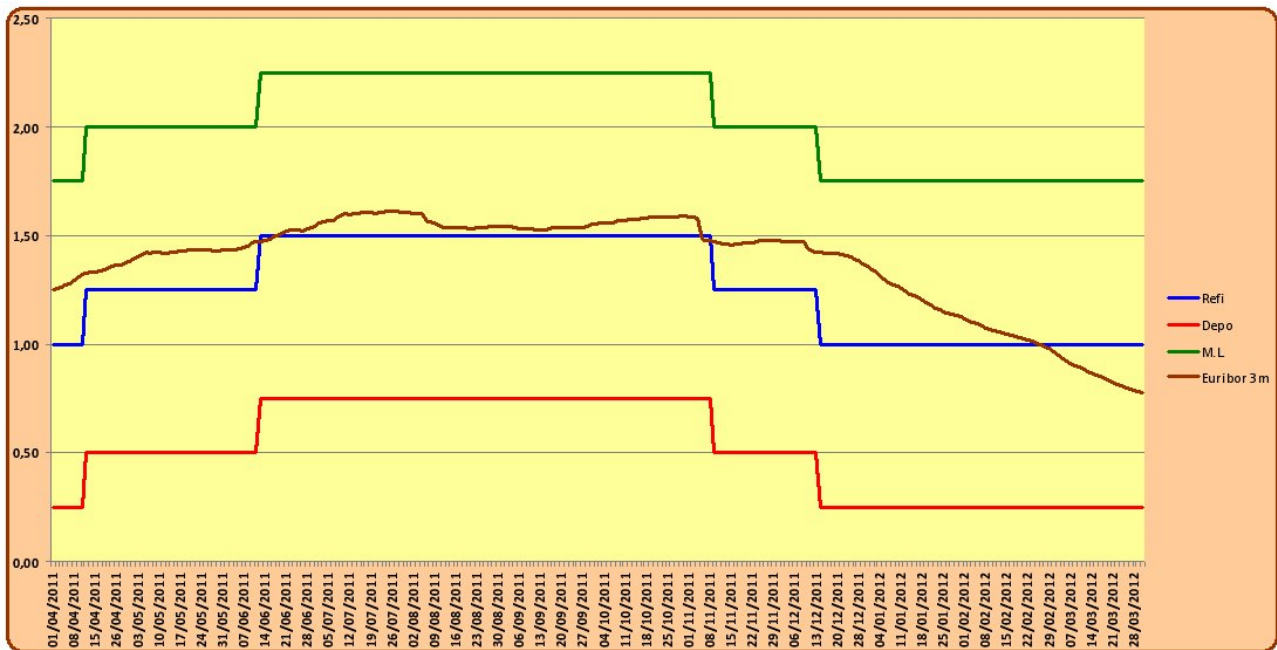


Figura 16: Andamento dei tassi BCE ed Euribor 3m

In assenza di questi le probabilità di un contagio della crisi greca verso Italia e Spagna a livelli difficilmente sostenibili nel breve e medio periodo per le finanze pubbliche dei due paesi sarebbero risultate decisamente maggiori. Sebbene vi sia stata una marcata inversione di tendenza nell'andamento dei differenziali Euribor-Eoniaswap e Euribor-Eurepo (si veda la **Figura 17**) la situazione è ancora lontana dal definirsi come normalizzata.

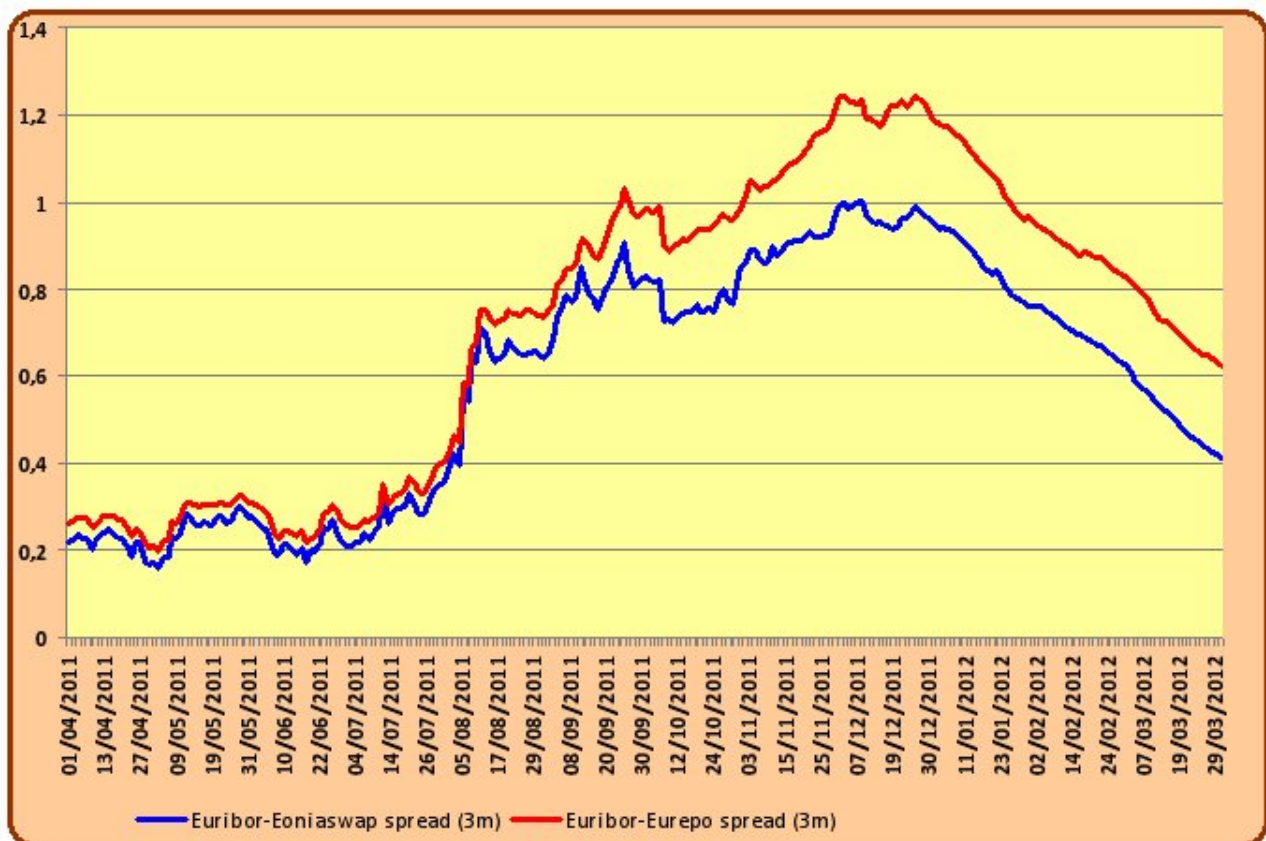


Figura 17: Differenziali Euribor-Eoniaswap e Euribor-Eurepo



Figura 18: Differenziale Eoniaswap-Eurepo 3m

In particolare, anche se il premio per la liquidità è significativamente diminuito, il rischio controparte rimane elevato - come mostra l'andamento del delta tra Eoniaswap e Eurepo. Se, in qualità di prestatrice di ultima istanza, la BCE è riuscita a intervenire nel mercato monetario incrementando la liquidità disponibile a costo di espandere il proprio bilancio, rimangono tuttavia elevati i rischi derivanti dalla congiuntura economica e dalla posizione fiscale dei paesi membri. Questi si riflettono a loro volta nei bilanci bancari, appesantiti da notevoli quantitativi di titoli di stato presenti negli attivi e da crediti deteriorati verso il settore immobiliare (in particolare in Spagna) o di lunga riscossione verso la pubblica amministrazione ed i suoi fornitori (Italia).

Il quadro regolatorio rimane orientato a favorire i processi di ricapitalizzazione da parte degli istituti di credito. Tuttavia meccanismi e criteri di vigilanza operanti principalmente su base nazionale riducono la flessibilità operativa e l'efficienza nell'allocazione intracomunitaria dei fondi che gli istituti di maggiori dimensioni e operanti su scala internazionale dispongono. In particolare durante i momenti di maggior tensione sul mercato monetario, l'operatività transfrontaliera come rilevato anche dal DG ECFIN della Commissione Europea e dalla stessa BCE decresce notevolmente rendendo più difficile il finanziamento dei deficit commerciali. Questo determina anche una certa sincronia tra rischio controparte, rischio sovrano e volatilità dell'andamento dei finanziamenti in conto capitale dei vari paesi membri.

Come si vede dalla **Figura 18** il differenziale tra operazioni garantite e operazioni di Swap a 3 mesi sul mercato interbancario rimane elevato, nonostante l'ampliamento degli strumenti utilizzabili come collaterali deciso dalla BCE. Dati questi livelli di rischio controparte, l'andamento del mercato monetario resta dipendente in misura significativa dalle operazioni di rifinanziamento della Banca Centrale. Tuttavia la liquidità fornita al sistema è soltanto un sostituto alquanto imperfetto di un mercato normalmente funzionante ed è insufficiente a ripristinare i normali canali di trasmissione del credito. L'andamento dei finanziamenti al settore privato rimane pertanto debole, in linea con tutti gli altri i dati congiunturali.

### **Fonti:**

ECB, monthly bulletin, April 2012

European Banking Federation: <http://www.euribor-ebf.eu/>

Euribor-EBF, newsletter, February 2012

**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*

## Riformare il lavoro invece del debito?

Era abbastanza plausibile che sarebbe stato difficile vedere già entro il primo trimestre una evidente inversione di rotta del debito pubblico, sia per i tempi tecnici dei provvedimenti che per lo stato di stress sui tassi. Questo stato di difficoltà è condiviso praticamente con l'intera Europa, pur con gradi diversi di gravità, e per questo la BCE ha continuato la sua opera di “assistenza”; in teoria questa politica monetaria dovrebbe fare da “ponte” fino all'entrata in pieno regime delle riforme, ma in realtà – come mostrato nel precedente quaderno di ricerca – è da attendersi che sia resa stabile a lungo termine in quanto utile alla riduzione del valore reale dei debiti statali lasciando la mano leggera sulla spesa pubblica.

<b>Bilancio BCE – Marzo 2012</b>					
(dati in miliardi di euro)					
<b>Attivo</b>			<b>Passivo</b>		
<b>Finanziamenti</b>	<b>1.154</b>	<b>38,9%</b>	<b>Base monetaria</b>	<b>1.757</b>	<b>59,3%</b>
<b>Titoli</b>	<b>659</b>	<b>22,2%</b>	<b>Depositi</b>	<b>214</b>	<b>7,2%</b>
<b>Eestero</b>	<b>312</b>	<b>10,5%</b>	<b>Eestero</b>	<b>91</b>	<b>3,1%</b>
<b>Oro</b>	<b>433</b>	<b>14,6%</b>	<b>FMI</b>	<b>55</b>	<b>1,8%</b>
<b>Altro</b>	<b>408</b>	<b>13,7%</b>	<b>Altro</b>	<b>365</b>	<b>12,3%</b>
			<b>Mezzi propri</b>	<b>483</b>	<b>16,3%</b>
	<b>2.964</b>	<b>100,0%</b>		<b>2.964</b>	<b>100,0%</b>

*Tabella 11: Bilancio BCE a marzo 2012*

Nel primo trimestre del 2012 la BCE ha offerto alle banche una nuova asta da mezzo miliardo di euro a tre anni (LTRO). La manovra e i relativi effetti sono ben evidenti nel suo bilancio (si veda la **Tabella 11**), cresciuto dallo scorso trimestre di € 229 miliardi (circa l'8%).

In assenza di significative nuove operazioni nette di mercato aperto (la voce “Titoli” nello schema riportato è cresciuta solo leggermente, rimanendo storicamente elevata), l'incremento delle dimensioni del bilancio è legato ai maggiori finanziamenti netti al settore bancario (€ 290 miliardi), in parte compensati da una riduzione dei crediti in valute estere o verso controparti esterne all'area euro (voce “Estero”).

Le risorse sono state reperite, chiaramente, mediante l'espansione della base monetaria, pertanto cresciuta in tre mesi di oltre il 15% (€ 231 miliardi) fino ad un valore complessivo prossimo al 60% del bilancio. Il ricorso delle banche alla deposit facility (compresa nella base monetaria) è cresciuto di circa il 25% (€ 315 miliardi), lanciandosi verso livelli pari a tre volte quelli del 2008 ed ormai arrivato a valere oltre un quarto del bilancio.



L'ultimo LTRO, al netto, è quindi andato in parte in euro letteralmente nuovi di zecca, ed in parte ad allungare la scadenza della provvista bancaria già esistente; la nuova liquidità sembra esser poi tornata alla BCE in forma di deposit facility, cioè non pare essere fluita nuova liquidità verso l'economia reale.

Dai due LTRO le banche italiane hanno ricevuto più di € 250 miliardi di cui € 54 miliardi utilizzati in nuovi acquisti di titoli di Stato italiani; le banche sono così arrivate a detenere più di € 320 miliardi in titoli di Stato italiani (quasi il 17% del debito pubblico, circa il 20% dei titoli di Stato in circolazione). Se a questo si aggiungono i finanziamenti diretti verso lo Stato e quelli “indiretti” verso i privati vittime dei lunghi tempi di riscossione dei crediti statali, il tutto stimabile nei € 300 miliardi di differenza tra il debito statale totale e il circolante in titoli, gli impieghi bancari totali legati allo Stato si approssimano a ben un terzo del debito pubblico italiano. Si capisce perché si ha tanta cura della stabilità patrimoniale delle banche.

Di fronte al problema del finanziamento del debito pubblico italiano (per due quinti è detenuto all'estero e quindi è a significativo rischio di “fuga”) ed alla preoccupazione sulla stabilità del sistema bancario italiano (l'elevata esposizione verso il debito sovrano ha portato a richieste di ricapitalizzazione da parte dell'EBA, l'Autorità Bancaria Europea), la logica conclusione sarebbe uno sforzo politico alla riduzione del debito pubblico attraverso maggiori entrate e minori uscite. Dal lato delle uscite abbiamo avuto finora la sola, pur rilevante, riforma pensionistica, mentre dal lato delle entrate abbiamo visto un deciso e articolato impegno da parte del Governo; ma più urgente della riduzione delle spese è parsa la riforma del mercato del lavoro.

È lecito dubitare della rilevanza, ai fini della tenuta finanziaria dello Stato Italiano, di una riforma del mercato del lavoro che riguardi il solo settore privato; casomai si sarebbe dovuto riformare l'impiego pubblico perché la relativa spesa entra direttamente nella finanza statale. Sicuramente è importante creare le condizioni per una più veloce riallocazione delle risorse umane secondo le esigenze dell'economia, così che quest'ultima possa esprimere il suo intero potenziale di crescita, ed è altresì chiaro che un paese che cresce è un paese in cui si allarga la base fiscalmente imponibile riducendosi – a parità di spesa – le esigenze di rifinanziamento sul mercato; questi sviluppi però non si concretizzano verosimilmente nei termini richiesti da mercati finanziari sotto stress, cioè con certezza e rapidità dei risultati; se l'urgenza del momento ha dettato maggiori imposte negli ambiti di più facile e certa esazione, il passo successivo sarebbe il taglio di interi capitoli di spesa (dipendenti pubblici inclusi), e solo successivamente la revisione del mercato del lavoro privato, che tra le suddette classi di intervento è quella dai risultati più incerti sia nella misura che nella tempistica.

Occorre tra l'altro ammettere che una riforma efficace, “tedesca” o “americana” che sia, significa una modulazione più “fine” del rapporto tra domanda e offerta di lavoro, ma non è certamente una fonte immediata di “nuovo” lavoro; il punto è che la domanda di lavoro è fin troppo inferiore all'offerta e non è necessariamente rivolta all'offerta più “istruita”. Il tasso di occupazione per livello formativo in Italia è ben più basso che nei principali paesi europei, e mentre ovunque al crescere del grado di istruzione il tasso di occupazione aumenta, in Italia diminuisce. Nel 2010 il tasso di occupazione dei diplomati italiani era inferiore di 15 punti a quello tedesco, ma quello dei giovani laureati (segmento 20-24 anni) lo era di ben 50 punti (il 25% per l'Italia contro il 77% della Germania e il 46% della Spagna), e il quadro resta negativo di oltre 30 punti sul resto dei laureati (segmento 25-29

anni: 54% per l'Italia, 86% per la Germania, 71% per la Spagna); tali tassi di occupazione sono ovunque in calo dal 2000, ma il vero crollo si ha solo in Italia. Questi dati indicano un tasso di istruzione medio sempre più fuori target rispetto alla struttura produttiva italiana, e stridono con le lamentele sul basso tasso di laureati che escono dalle università italiane rispetto a quelle europee e cinesi. In tale quadro, la “fuga dei cervelli” è una logica conseguenza economica (le risorse vanno dove sono domandate) così come lo sono il livellamento verso il basso degli stipendi (se la maggior istruzione non è richiesta, non ha valore) e l'alta disoccupazione giovanile (i giovani sono più dotati di non apprezzata istruzione che di semplice esperienza lavorativa). L'inadeguatezza dell'imprenditoria e dell'industria italiane rispetto agli standard mondiali è palese: la base dell'economia moderna – dinamicità del settore imprenditoriale e maggior contenuto di “conoscenza” nella produzione, cioè “l'economia della conoscenza” promossa dall'Agenda di Lisbona – semplicemente manca, e per questo è proprio il potenziale di crescita dell'economia ad essere basso.

Dato quanto sopra, una riforma effettiva del mercato del lavoro italiano potrà solo evidenziare l'inutilità media di un'istruzione elevata e la scarsa qualità dell'esistente struttura produttiva. Forse (forse!) si cerca una riforma del lavoro privato non per stimolare l'imprenditoria domestica ma per attirare imprese e capitali esteri che, in tempi brevi, creino nuova e forse più moderna attività economica (quindi occupazione reddito e gettito fiscale); questa lettura darebbe un senso al road show del Governo che ha toccato anche la Cina, e spiegherebbe perché non si sia riformato l'impiego nel settore pubblico. Ma in ben altra direzione avrebbe dovuto agire l'Esecutivo per migliorare la posizione finanziaria statale del Belpaese e dargli una spinta in competitività e crescita. Se all'imprenditoria mancano risorse e spazi per esprimersi, possiamo ricordare che ben oltre metà della domanda aggregata è in mano pubblica, che la quantità di norme vigenti in Italia è un multiplo assurdo di quelle vigenti negli altri paesi europei, e che – come visto sopra – il debito statale assorbe una quantità enorme di risorse private ed impieghi bancari (oltretutto implicando per queste ultime problemi di solidità patrimoniale). La struttura del problema è palese, come è palese che si stiano cercando tutte le alternative possibili alla vera soluzione – la contrazione della spesa pubblica e in generale delle dimensioni dello Stato – per evitare alla politica di perdere la principale fonte di consenso.

*Leonardo Baggiani*

## **Bibliografia**

Banca d'Italia (2012), “*Bollettino Statistico I Trimestre 2012*”.

Mazziero Maurizio (2012), “*Italia 2011: un anno di sofferenza*”.

Potestio Paola (2011), “*The Employment of Young Graduates in the Period 2000-2010: A Comparison between Six European Countries*”, *Modern Economy* 2011 n.2.

Potestio Paola (2012), “*I tassi di occupazione giovanile in Europa: la modesta performance dei laureati italiani*”, articolo del 13/01/2012 su [www.roars.it/online/?p=3003](http://www.roars.it/online/?p=3003)

## Glossario

**Base Monetaria:** moneta emessa dalla Banca Centrale attraverso procedure d'asta (operazioni di rifinanziamento) a 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).

**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.

**LTRO:** operazione di rifinanziamento 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.

## Il commento di Andrew Lawford

### Austerità e protezione sociale: i nodi vengono al pettine

*“Tenetevi la vostra ricompensa”, rispose il pifferaio con un senso d’orgoglio.*

*“Se non mi pagate voi, mi pagheranno i vostri eredi.”*

*Dopo aver detto questo, tirò giù il suo cappello fino agli occhi,  
ed uscì dal paese senza parlare con nessuno.*

*Quando la gente di Hamelin sentì com’era finita la faccenda [...] risero del pifferaio.*

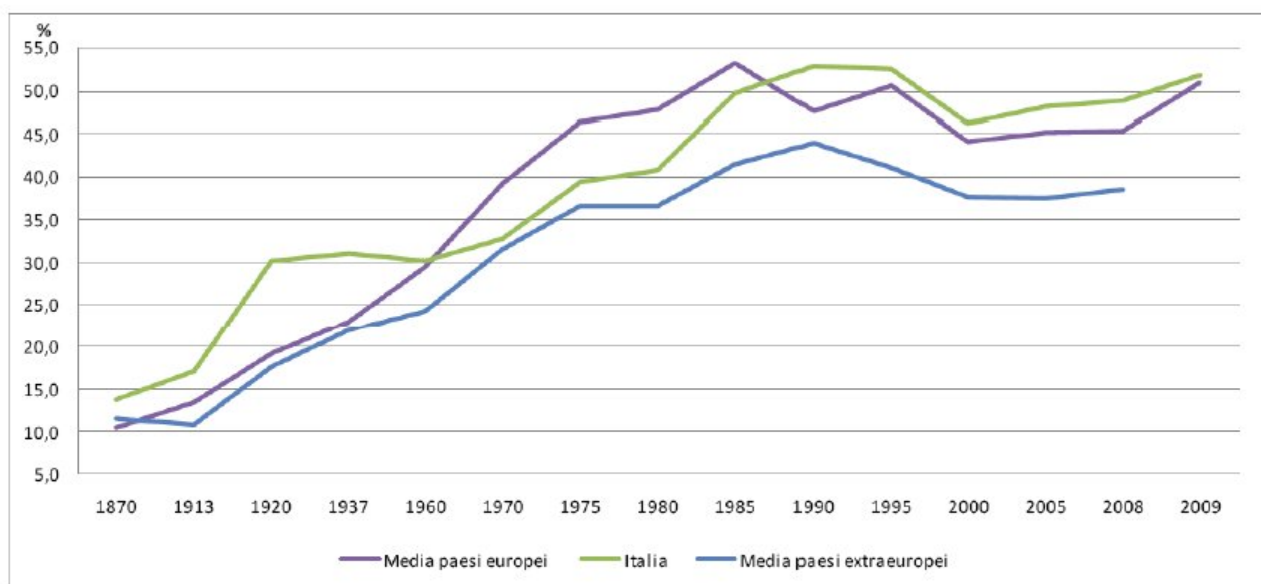
*Ma ciò che li fece ridere più di ogni altra cosa  
fu la minaccia di farsi pagare dai loro eredi.*

*“Ecco! Magari avessimo sempre e solo creditori di questo genere.”*

Il Pifferaio di Hamelin (versione di M. Charles Marelles)

È buon senso affermare che chi è abituato a godere un certo bene o servizio non facilmente accetterà di farne a meno. Pensiamo alla nostra vita quotidiana: qualcuno di noi sarebbe disposto a vivere senza una macchina, senza un letto su cui dormire, o senza l’acqua potabile che arriva ogni volta che apriamo un rubinetto? Questi tre esempi sono cose relativamente banali per una persona che risiede in Italia nel 2012, eppure, se consideriamo il tenore di vita della maggior parte degli umani sul nostro pianeta, sono da considerare dei lussi non di poco conto.

Questi lussi, insieme a molti altri, sono possibili nei paesi sviluppati perché per molti anni la nostra società è stata capace di risparmiare e investire, migliorando le nostre infrastrutture e, di conseguenza, aumentando il benessere. Questo è un ciclo virtuoso in cui il risparmio finanzia l’investimento, che a suo turno genera più ricchezza e così via. C’è stato un momento, però, quando non bastava più l’accumulo lento guidato da quel ciclo virtuoso: da un ruolo di secondo ordine, lo Stato è intervenuto per migliorare le “prestazioni” della nostra economia. Come si vedrà, queste prestazioni consistevano (e consistono tuttora) in welfare, ovvero la redistribuzione della ricchezza prodotta nella sfera privata. A livello macro, il discorso è molto chiaro se consideriamo la **Figura 19** dove si vede l’evoluzione della spesa pubblica in percentuale del Pil in Italia. Il superamento del 50% è avvenuto a metà degli anni ’80 ed è rimasto a livelli elevati da quell’epoca in poi. È altrettanto evidente che il fenomeno è diffuso in tutta l’Europa.



**Nota:** I dati si riferiscono unicamente agli anni indicati sull'asse orizzontale.

*Figura 19: Spesa pubblica in percentuale del Pil  
(Fonte: La Spesa dello Stato dall'Unità d'Italia, Anni 1862 – 2009: Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato)*

L'aumento massiccio del peso dello Stato nel Pil è la conseguenza soprattutto di una politica di “protezione sociale”, una voce che comprende i pagamenti che avvengono con lo scopo di “programmare” il benessere del paese. Si vede nella **Figura 20** che questa voce supera facilmente l'insieme della spesa per difesa, istruzione, sanità e ordine pubblico e sicurezza.

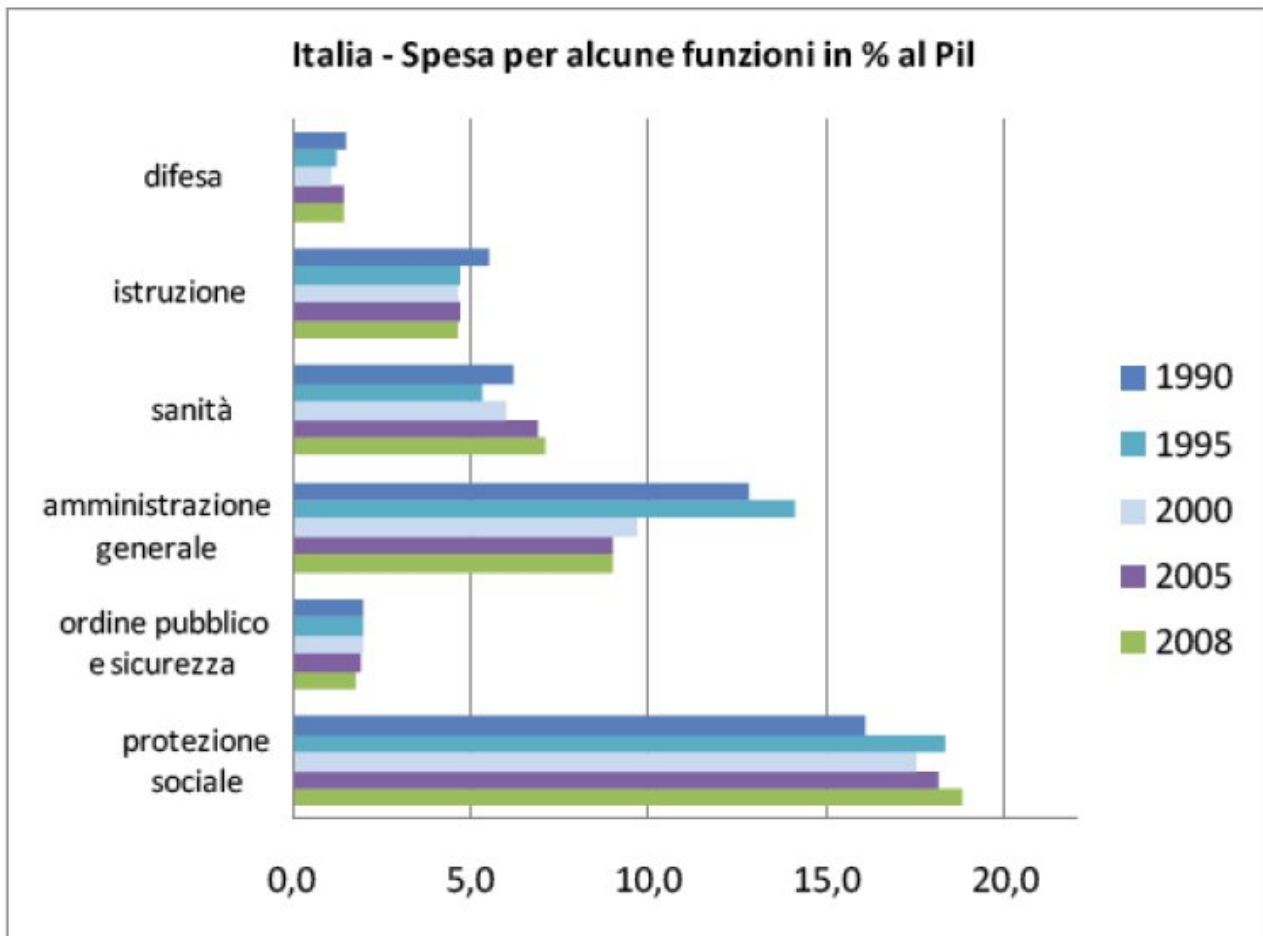
Siccome la voce “protezione sociale” pesa così tanto nella spesa dello Stato, è legittimo domandarsi, prima di esaminare tutte le altre voci, in che modo dovrebbe essere tagliata. La ragione è che un taglio nell'ordine del 25% rivolto a questa grandissima spesa conterebbe molto di più rispetto a un taglio del 50% nei confronti di qualunque delle altre voci.

### **La riforma Fornero**

Chiaramente, un taglio alla spesa per la protezione sociale è ultimamente sulle labbra di tutti a causa della riforma Fornero che cambia in maniera sensibile il sistema pensionistico italiano. È il parere di chi scrive, però, che la riforma Fornero è interessante soprattutto per quello che **non** fa: se si esclude la mancata rivalutazione, solo per gli anni 2012 e 2013, delle pensioni superiori a 1.400 euro al mese, la riforma non tocca le prestazioni di chi già percepisce una pensione.

Di fatto, la riforma consiste quasi interamente nel peggioramento progressivo delle prestazioni pensionistiche per chi deve ancora andare in pensione; più tempo manca all'età di pensionamento, peggio saranno le condizioni.

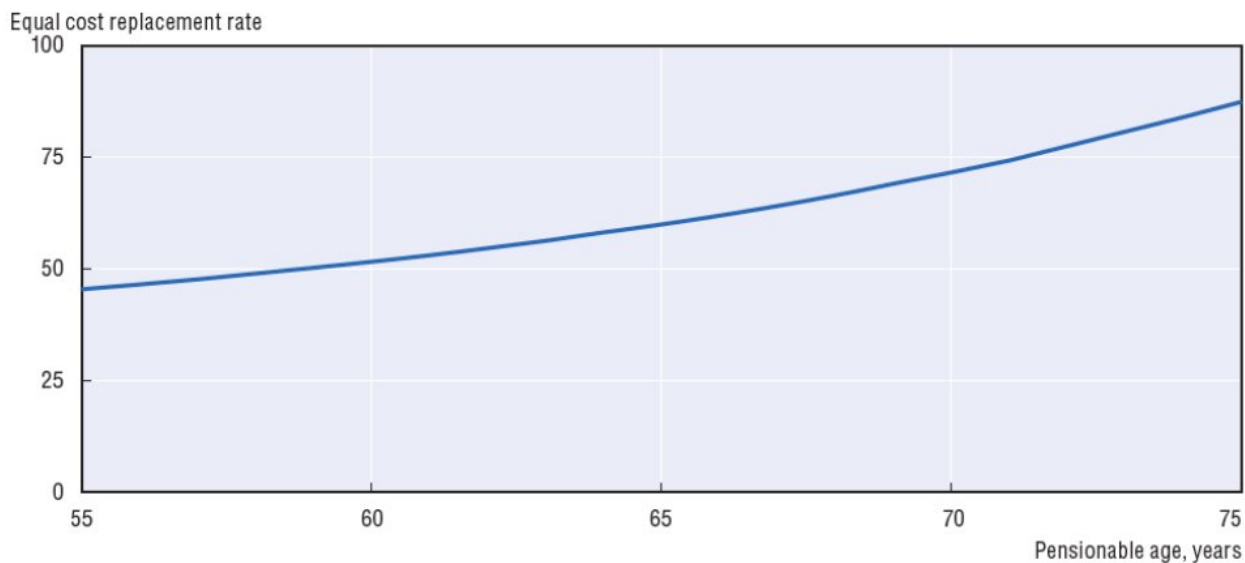




*Figura 20: Divisione della spesa pubblica per funzione  
(Fonte: La Spesa dello Stato dall'Unità d'Italia, Anni 1862 – 2009: Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato)*

Consideriamo le prospettive per un lavoratore nato nel 1980: dovrà lavorare quasi fino a 70 anni con un sistema contributivo che si adegua automaticamente all'eventuale allungamento delle speranze di vita. Questo significa che ci sarà un abbassamento graduale dei coefficienti di trasformazione del montante contributivo (in parole povere, si avrà una pensione più magra). Dovrà lavorare per quasi 10 anni in più rispetto a chi è andato in pensione solo qualche anno fa, accettando il sistema contributivo che è assai meno generoso rispetto al sistema retributivo goduto dai pensionati attuali.[1]

-----  
[1] Dati UE per il 2004, come riportati in: *Schneider Ondrej: Reforming Pensions in Europe: Economic Fundamentals and Political Factors* (CESIFO Working Paper No. 2572 – March 2009). Nel 2004, l'età effettiva di pensionamento in Italia è stata di 60,4 anni (uomini) e 60,9 anni (donne), mentre le prestazioni equivalevano all'88,8% del reddito del lavoratore.



Source: OECD pension models. Annuity rates calculated from mortality data by age from the United Nations Population Division Database, World Population Prospects – The 2008 Revision.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932370284>

*Figura 21: Il rapporto tra età di pensionamento e prestazione (% del reddito da lavoratore) in un sistema sostenibile.*

*Fonte: OCSE (2011), Pensions at a Glance 2011: Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries (Fig. 1.8 – pag. 35)*

Alla luce di questi fatti, non è un'esagerazione affermare che l'unico vero principio sottostante il sistema pensionistico italiano è:

### **Chi primo arriva, meglio alloggia.**

Gli studi OCSE[2] hanno mostrato chiaramente che per essere sostenibile, un sistema pensionistico che permette il pensionamento a 60 anni non dovrebbe garantire una retribuzione superiore al 50% del reddito del lavoratore (si veda la **Figura 21**). Dovrebbe essere chiaro, quindi, che la riforma attuale scarica quasi interamente il costo delle prestazioni insostenibili garantite ai pensionati attuali sui lavoratori giovani.

È sorprendente che un governo tecnico, incaricato di “salvare” l'Italia attraverso riforme di difficile attuazione per un governo eletto democraticamente, abbia scelto una riforma delle pensioni così squilibrato. In fondo, la scelta nasconde un espediente politico importante: non toccare troppo un tema veramente caro alla popolazione. Impostare una riforma giusta, che spalma il costo tra pensionati attuali e futuri, avrebbe avuto una conseguenza molto importante: un taglio immediato al reddito di milioni di pensionati, e questo avrebbe generato la disapprovazione dell'elettorato.

-----

[2] OCSE (2011), Pensions at a Glance 2011: Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries (pag. 35).

<b>Lavoratori (2011)</b>	
<b>15 - 44 anni</b>	<b>13,141,000</b>
<b>45+</b>	9,812,000
<b>Pensionati (2010)</b>	
<b>Previdenziali</b>	14,406,268
<b>Altre</b>	4,147,169
<b>Totale pensionati e lavoratori 45+</b>	<b>28,365,437</b>
<b>Totale pensionati "previdenziali" e lavoratori 45+</b>	<b>24,218,268</b>
Fonte: ISTAT (lavoratori) e INPS (pensionati)	

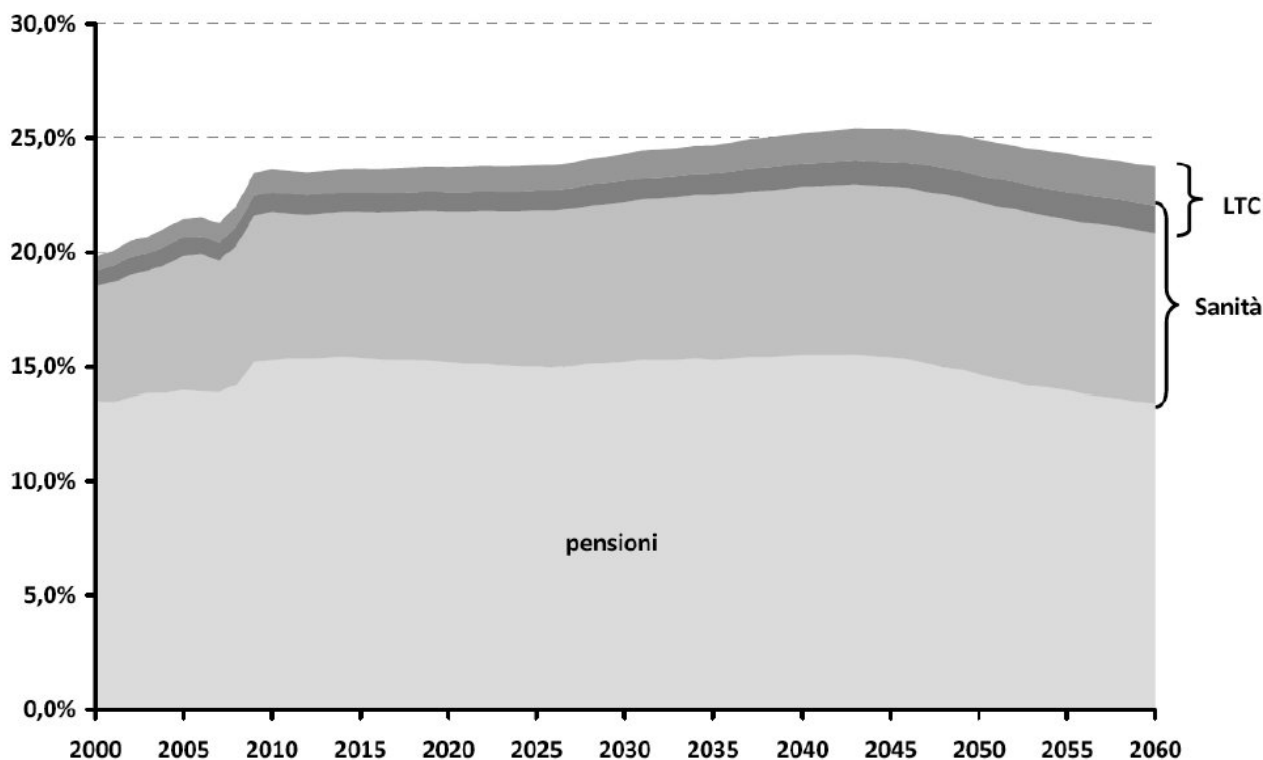
*Tabella 12: Il rapporto tra lavoratori e pensionati in Italia  
Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT e INPS*

Questa disapprovazione avrebbe aumentato notevolmente la possibilità che le prossime elezioni avessero le pensioni come tema principale. Infatti, la riforma Fornero **non può essere vista come una forma di austerità, perché di fatto non cambia molto la spesa prevista nel breve-medio termine per le pensioni.**

Il perché di questa scelta del governo tecnico diventa evidente quando si analizzano i dati delle persone direttamente interessate all'evoluzione del sistema pensionistico (si veda la **Tabella 12**). Le pensioni previdenziali vengono percepite da 14,4 milioni di persone, mentre altre 9,8 milioni di persone sono lavoratori con più di 45 anni (e che quindi sono più vicini all'età di pensionamento). Questo blocco di circa 24 milioni di elettori è molto più grande rispetto ai circa 13 milioni di lavoratori che hanno meno di 45 anni. Sono state escluse le "altre" pensioni, sebbene si tratti di prestazioni pagate a più di 4 milioni di persone.

Come osserva Schneider nel suo studio[3]: "Siccome una riforma delle pensioni impone un costo diretto sui beneficiari dello *status quo*, mentre offre solo un beneficio nel lontano futuro per il resto della cittadinanza (cioè, un sistema pensionistico sostenibile), è raramente desiderato dall'elettore medio." La riforma Fornero taglia la testa al toro, troncando i benefici futuri per preservare un equilibrio nel presente.

-----  
[3] Schneider Ondrej: *Reforming Pensions in Europe: Economic Fundamentals and Political Factors* (CESIFO Working Paper No. 2572 – March 2009), pag. 8.



*Figura 22: Scenario nazionale base: Spesa pubblica complessiva per pensioni, sanità, LTC (% del Pil)*

*Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze - Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario – aggiornamento 2011.*

## **Il prossimo capitolo**

Intanto, anche se la riforma delle pensioni venisse accettata così, un nuovo problema di spesa pubblica si profilerebbe già all'orizzonte: l'aumento del costo della sanità e del long-term care (LTC – ovvero, la spesa legata al mantenimento di persone non più autosufficienti a livello di attività quotidiane). Come mostra la **Figura 22**, un calo del costo delle pensioni viene almeno parzialmente compensato dall'aumento della spesa per la sanità e LTC. La **Figura 22** non tiene in considerazione l'effetto della riforma Fornero, ma tuttavia è interessante considerare l'evoluzione possibile della spesa per la sanità e LTC. Ricordando il principio identificato nel sistema pensionistico (chi primo arriva, meglio alloggia), sarà curioso vedere se un'eventuale riforma del sistema sanitario in futuro garantirà prestazioni di un certo tipo per chi è già anziano, ma allo stesso tempo un calo di tali prestazioni per chi sarà anziano solo qualche decennio più tardi.

## **Un cambiamento di filosofia**

Torniamo a pensare al lavoratore nato nel 1980 di cui si è parlato precedentemente. Il "sacrificio" imposto a questo lavoratore probabilmente ha già raggiunto (se non superato) il limite di ciò che gli si potrà far "digerire", per il semplice motivo che verrà meno la volontà di versare contributi gravosi per avere in prospettiva un ritorno sui versamenti

effettuati di appena 9 anni (per gli uomini) o 15 anni (per le donne) in funzione alle aspettative di vita.[4] Con questo discorso, si vuole far riflettere sull'effetto della pressione fiscale sui lavoratori: se non riescono più a percepire un beneficio dalle tasse pagate e contributi versati (l'insieme di queste due voci forma ciò che viene nominata "pressione fiscale"), gli incentivi a lavorare calano notevolmente. In termini di teoria economica, si invitano i lettori a considerare la **Curva di Laffer**[5] che stabilisce il rapporto tra pressione fiscale e incentivazione all'attività economica. L'attuale cura Monti/Fornero, che consiste nel peggioramento delle condizioni per i lavoratori e l'aumento della pressione fiscale, rischia di aumentare proprio quei fenomeni, come l'evasione fiscale, il cui contrasto è, secondo il governo, tra le soluzioni principali alla crisi. È chiaro che l'economia può ripartire solo attraverso gli imprenditori e i lavoratori: le stesse categorie che vengono sacrificate sull'altare delle pensioni insostenibili.

Siccome i trattamenti pensionistici promessi 30 anni fa si stanno rivelando un fardello che difficilmente lo Stato sarà in grado di gestire senza peggiorare ulteriormente il profilo economico dell'Italia, è lecito domandarsi se uno Stato debba essere coinvolto direttamente nella previdenza per i lavoratori. Creare delle aspettative nella popolazione sul fatto che "lo Stato penserà alla propria pensione" toglie un importante incentivo al risparmio privato e crea la tentazione per i politici di spendere oggi e lasciare le conseguenze a chi viene dopo. Dovrebbe essere chiaro che la creazione del debito pubblico esaminato in questo quaderno trova una delle sue cause principali in questa propensione politica.

È opinione di chi scrive che, a parte la protezione sociale a chi ne ha veramente bisogno, la previdenza dovrebbe essere gestita dai singoli lavoratori, a patto di creare delle strutture che permettano di risparmiare e investire in una maniera fiscalmente agevolata. Se, come sembra, la volontà di riformare **veramente** il sistema pensionistico resta carente, il costo di questa mancanza potrebbe rivelarsi molto elevato in un futuro non tanto lontano.

*Andrew Lawford*

## **Bibliografia**

Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato: La Spesa dello Stato dall'Unità d'Italia, Anni 1862 – 2009

Il Sole 24 Ore (17 maggio 2012): Sportello Previdenza

INPS: Rendiconti Generale dell'anno 2010 (Tomo primo)

Lavoce.info (6 febbraio 2012): Riforma delle pensioni e fattore anziani al lavoro

Ministero dell'Economia e delle Finanze: Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario – aggiornamento 2011.

OECD (2011), Pensions at a Glance 2011: Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries, OECD Publishing.

[http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2011-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2011-en)

Schneider Ondrej: Reforming Pensions in Europe: Economic Fundamentals and Political Factors (CESIFO Working Paper No. 2572 – March 2009)

-----  
[4] ISTAT: la speranza di vita per gli uomini nel 2011 è di 79,4 anni, mentre per le donne è di 84,5 anni.

[5] [http://it.wikipedia.org/wiki/Curva\\_di\\_Laffer](http://it.wikipedia.org/wiki/Curva_di_Laffer)



## Conclusioni

Termina qui l'Osservatorio trimestrale, un appuntamento ormai consolidato giunto alla sesta edizione; nel corso delle varie pubblicazioni si è cercato di ampliare sempre di più l'ambito di ricerca con l'intento di riunire in un unico documento dati che giungono da molte fonti.

In questo anno e mezzo anche la squadra degli autori si è ampliata. Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford, mi hanno affiancato nella realizzazione di questo numero.

La speranza è che questo Osservatorio possa incontrare l'interesse di un pubblico sempre più vasto; chiunque venisse in possesso di questo studio lo potrà divulgare nei modi e nelle forme che riterrà più opportune, fermo restando l'indicazione e la citazione della fonte e dell'autore.

Per tutti coloro che vorranno seguire con una cadenza più ravvicinata rispetto ai tre mesi potranno recarsi nei siti **MazzieroResearch.com** dove potranno trovare articoli a firma di Andrew Lawford e mia o **IdeasHaveConsequences.org** dove potranno leggere gli articoli di Leonardo Baggiani e Silvano Fait.

*Maurizio Mazziero*

Chiunque può divulgare questo studio indicando la fonte e l'autore.

## Bibliografia

Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2011*, aprile 2012

Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 31 maggio 2012

Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico

Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 68, 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*, aprile 2012

Banca d'Italia, *Tassi di interesse*, maggio 2012

Banca d'Italia, *Le famiglie italiane nella crisi*, Anna Maria Tarantola, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, 4 aprile 2012

Bank for International Settlements, *BIS Quarterly review*, marzo 2012

Bank for International Settlements, *BIS Quarterly review*, giugno 2012

Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame del Documento di Economia e Finanza 2012 – Testimonianza del Vicedirettore Generale della Banca d'Italia Salvatore Rossi*, 23 aprile 2012

Camera dei Deputati, *Indagine conoscitiva preliminare sulla comunicazione della Commissione europea relativa all'Analisi annuale della crescita per il 2012 – Testimonianza del Capo del Servizio Studi di Struttura Economica e Finanziaria della Banca d'Italia Marco Magnani*, 15 marzo 2012

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: Pressione fiscale reale record: ormai al 54,5%*, 6 marzo 2012

CGIA Mestre, *Comunicato Stampa: L'Asl locale di Napoli centro paga i fornitori dopo 1.676 giorni*, 7 gennaio 2012

Commissione Europea, *Comunicato Stampa Previsioni intermedie: area dell'euro in leggera recessione con segnali di stabilizzazione*, 23 febbraio 2012

Corte dei Conti, *Audizione nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sul documento della Commissione europea "Analisi annuale della crescita per il 2012" – Presidente Luigi Gianpaolino*, 13 marzo 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, *Further Increase in VAT Rates in 2012*, 21 maggio 2012

Eurostat, *GDP Second Estimates for the Fourth Quarter 2011*, 6 marzo 2012

Fitch, *Fitch takes Negative Rating Action on Greece*, 17 maggio 2012

Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'B-/Stable from 'Restricted Default'*, 13 marzo 2012

Fitch, *Fitch Downgrades Greece to 'Restricted Default' from 'C'*, 9 marzo 2012

Fitch, *Fitch Downgrades Greece to 'C' from 'CCC'*, 22 febbraio 2012

Fitch, *Fitch Downgrades Spain to 'BBB;' Outlook Negative*, 7 giugno 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

Hellenic Republic, *Invitation Memorandum*, 24 febbraio 2012

International Monetary Found, *Concluding Statement of the IMF Mission*, 16 maggio 2012

Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*, 6 giugno 2012

Isda, *Isda Emea Determination Committee: Restructuring Credit Event Has Occurred with Respect to the Hellenic Republic*, 9 marzo 2012

Istat, *Annuario Statistico 2010*

Istat, *Indicatori Demografici – Stime per l'anno 2011*, 27 gennaio 2012

Istat, *Conti Economici Nazionali*

Istat, *Eurozone economic outlook*, 11 gennaio 2012

Istat, *La misura dell'economia sommersa secondo le statistiche ufficiali - Anni 2000-2008*, 13 luglio 2010

Istat, *Le prospettive per l'economia italiana nel 2012-2013*, 22 maggio 2012

Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 23 aprile 2012

Istat, *Disoccupati, inattivi, sottoccupati anno 2011*, 16 aprile 2012

Istat, *Occupati e disoccupati*, 1 giugno 2012  
 Istat, *Pil e indebitamento AP anni 2009-2011*, 2 marzo 2012  
 Istat, *Prezzi al consumo*  
 Istat, *Produzione industriale*, 10 febbraio 2012  
 Istat, *Conti economici trimestrali – IV Trimestre 2011*, 4 aprile 2012  
 Istat, *Stima preliminare del commercio Extra-UE*, 24 gennaio 2012  
 Istat, *Stima preliminare del Pil*, 15 maggio 2012  
 I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*  
 Istituto Bruno Leoni, *Il contatore del debito pubblico*  
 Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia 2011: un anno di sofferenza*, 18 febbraio 2012  
 Maurizio Mazziero, *Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.*, 13 dicembre 2011  
 Maurizio Mazziero, *Italia: l'economia al giro di boa del 2011*, 16 agosto 2011  
 Maurizio Mazziero, *Italia 1q2011: Pil, debito & Co.*, 17 maggio 2011  
 Maurizio Mazziero, *2010: un altro anno a debito per l'Italia*, 29 marzo 2011  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Documento di Economia e Finanza 2012*, 18 aprile 2012  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Atto d'indirizzo per il conseguimento degli obiettivi di politica fiscale per gli anni 2012/2014*, febbraio 2012  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze – Ragioneria Generale dello Stato, *Rapporto sulle entrate tributarie Aprile 2012*, 5 giugno 2012  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro  
 Moody's, *Moody's downgrades Greece to C from Ca*, 2 marzo 2012  
 Moody's, *Moody's affirms P(Aaa) Rating for European Financial Stability Facility (EFSF)*, 14 febbraio 2012  
 Moody's, *Moody's adjust ratings of 9 European sovereigns to capture downside risks*, 13 febbraio 2012  
 Standard&Poor's, *Ratings On Spain Lowered To 'BBB+/A-2' On Debt Concerns; Outlook Negative*, 26 aprile 2012  
 Standard&Poor's, *Greece Ratings Lowered To 'SD' (Selective default)*, 27 febbraio 2012  
 Standard&Poor's, *European Financial Stability Facility Long-Term Ratings Cut To 'AA+', 16 gennaio 2012*  
 Standard&Poor's, *Standard & Poor's Takes Various Rating Actions On 16 Eurozone Sovereign*, 13 gennaio 2012  
 Ocse, *Comunicato Stampa*, 27 marzo 2012  
 Ocse, *Comunicato Stampa*, 6 febbraio 2012  
 Ocse, *Comunicato Stampa*, 5 dicembre 2011  
 Ocse, *OECD Economic Outlook*, 22 maggio 2012  
 Ocse, *OECD Economic Surveys: Euro Area*, 27 marzo 2012  
 Ocse, *OECD Economic Surveys: Italy 2011*, 9 maggio 2011

# Quaderno di Ricerca

## Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.

### **Autori**

#### **Per l'Osservatorio** *Maurizio Mazziero*

*Analista finanziario, Socio ordinario SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto nella costruzione di portafogli diversificati con ETF ed ETC; profondo conoscitore del mercato delle materie prime. Fondatore della Mazziero Research, si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione per Istituti Bancari e Aziende, affiancando quest'ultime nell'attuazione di strategie di copertura 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, laureato all'Università di Auckland (Nuova Zelanda), 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.*

Vanzago, 11 giugno 2012

Altri articoli e studi sono disponibili ai siti:

<http://www.mazzieroresearch.com/>

<http://ideashaveconsequences.org/>

*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*