

Quaderno di Ricerca

Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co. *Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

MAZZIERO RESEARCH
Copyright ©2013 – Tutti i diritti riservati

L'utilizzo e la diffusione dello studio è libera purché venga citata la fonte.

Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 5
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 8
Le Riserve Banca d'Italia	Pag. 14
Il Prodotto interno lordo	Pag. 15
L'inflazione	Pag. 17
La disoccupazione	Pag. 19
Approfondimenti	Pag. 21
Il focus di IdeasHaveConsequences.org	Pag. 21
Il commento di Andrew Lawford	Pag. 30
Conclusioni	Pag. 32
Bibliografia	Pag. 33

Autori

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

Estratto:

Questo Quaderno di Ricerca pone sotto osservazione i dati economici italiani, esaminando l'evoluzione trimestrale del debito pubblico, dello stock di Titoli di Stato, delle Riserve ufficiali, del Pil, 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, inflation and unemployment.

Introduzione

Siamo giunti al quinto anno di una crisi che non accenna ad andarsene; passano gli anni e ancora la luce in fondo al tunnel che molti politici hanno intravisto, invocato, agognato non accenna a manifestarsi.

Se solo tre anni fa, dopo un biennio di crisi pesante, ci avessero detto che il 2013 sarebbe stato l'anno della ripresa lo sconforto si sarebbe impossessato di noi; ora sappiamo che nemmeno il 2013 sarà l'anno del riscatto, ma il 2014... forse.

Nel frattempo le banche centrali inondano i mercati di liquidità, con riacquisti di titoli di Stato, e non solo, di proporzioni gigantesche. La Bce alla fine si è decisa ad abbassare ulteriormente il tasso di interesse, allo 0,5%, sperando che questo seme possa produrre quei frutti che sinora non si sono visti.

Riusciranno le banche centrali in uno dei più grandi esperimenti di tutti i tempi a far ripartire l'economia? Non lo sappiamo, o meglio preferiamo non esprimerci, limitandoci nel contempo a fotografare lo stato attuale dei conti economici del nostro Paese.

Tutti i dati vengono presentati secondo lo schema abituale:

- Ogni argomento è diviso in modo netto.
- Ogni sezione presenta subito una tabella o una figura.
- Ciascun argomento è diviso in due voci:

I fatti, riportati in un elenco sintetico.

Il commento, che analizza in maggior dettaglio i dati e ne fornisce una valutazione.

A tal proposito è altresì bene precisare che ogni commento non riflette necessariamente l'opinione di tutti gli autori dell'Osservatorio e che ciascuno è strettamente responsabile della parte di propria competenza.

Prima di lasciare spazio alla vostra consultazione non mi resta che ringraziare ancora una volta Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford che mi hanno affiancato in questo lavoro curando la parte degli Approfondimenti.

Maurizio Mazziero

I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Stabile
Belgio	AA	Negativo	AA	Negativo	Aa3	Negativo	A+	Negativo
Cipro	CCC-	Negativo	B	Negativo	Ba1	Negativo	NA	NA
Danimarca	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Estonia	AA-	Negativo	A+	Stabile	A1	Stabile	A	Stabile
Finlandia	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Negativo
Francia	AA+	Negativo	AAA	Negativo	Aa1	Negativo	A+	Negativo
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Stabile
Grecia	B-	Stabile	B-	Stabile	C	NA	CC	Negativo
Irlanda	BBB+	Negativo	BBB+	Negativo	Ba1	Negativo	BBB	Negativo
Italia	BBB+	Negativo	BBB+	Negativo	Baa2	Negativo	BBB	Negativo
Lussemburgo	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AAA	Stabile
Malta	A-	Negativo	A+	Stabile	A3	Negativo	A-	Negativo
Norvegia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Olanda	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Stabile
Portogallo	BB	Negativo	BB+	Negativo	Ba3	Negativo	BB+	Negativo
Regno Unito	AAA	Negativo	AA+	Stabile	Aa1	Negativo	A+	Negativo
Slovacchia	A	Stabile	A	Stabile	A2	Stabile	NA	NA
Slovenia	A+	Negativo	AA-	Negativo	Ba1	Negativo	NA	NA
Spagna	BBB-	Negativo	BBB	Negativo	Baa3	Negativo	A	Negativo
Stati Uniti	AA+	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	A	Negativo
Svezia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile

Tabella 1: Rating dei principali Paesi assegnati dalle agenzie di valutazione
(Elaborazione su dati delle singole agenzie)

I fatti

- 11 gennaio 2013, S&P conferma l'Irlanda a BBB+ con outlook negativo.
- 25 gennaio 2013, Fitch declassa Cipro da BB- a B, outlook negativo.
- 28 gennaio 2013, Fitch rivede l'outlook degli Stati Uniti da negativo a stabile.
- 8 febbraio 2013, Fitch conferma la Spagna a BBB con outlook negativo.
- 22 febbraio 2013, Moody's declassa il Regno Unito da Aaa a Aa1, con outlook stabile.
- 8 marzo 2013, Fitch declassa l'Italia da A- a BBB+, outlook negativo.
- 21 marzo 2013, S&P declassa Cipro da CCC+ a CCC, outlook negativo.
- 22 marzo 2013, Moody's declassa le banche cipriote da Caa2 a Caa3.
- 27 marzo 2013, Moody's conferma Irlanda a Ba1 e Portogallo a Ba3 con outlook negativo.
- 19 aprile 2013, Fitch declassa il Regno Unito da AAA ad AA+, outlook stabile.
- 26 aprile 2013, Moody's conferma l'Italia a Baa2 con outlook negativo.
- 30 aprile 2013, Moody's declassa la Slovenia da Baa2 a Ba1, con outlook negativo.
- 14 maggio 2013, Fitch promuove la Grecia da CCC ad B-, outlook stabile.

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

Tabella 2: Corrispondenza dei Rating di Standard & Poor's, Fitch, Moody's e Dagong

Il commento

Il primo trimestre di quest'anno è stato caratterizzato dal salvataggio delle banche di Cipro e dal varo di un nuovo "modello" di risoluzione della crisi da parte dell'Unione Europea; infatti l'Eurogruppo a fronte di un finanziamento di 10 miliardi ha richiesto un recupero, mediante prelievo forzoso, dai correntisti per 5,8 miliardi.

La cronaca ha trattato diffusamente il tema e le ripercussioni; particolarmente preoccupata è stata la reazione degli investitori in Italia, che hanno associato l'evento al prelievo forzoso del 6 per mille dai conti correnti decretato dall'allora Governo Amato nell'estate del 1992.

Ma spenti i riflettori su Cipro, ecco accendersi una nuova spia di allarme sulla Slovenia che molto probabilmente dovrà richiedere un intervento di aiuto; nel frattempo Moody's ha declassato il suo debito sovrano al di sotto della soglia investment grade.

Una buona notizia invece per la Grecia: Fitch ha alzato il suo giudizio di merito da CCC a B- dopo aver constatato un progresso nel cammino delle riforme strutturali.

Per venire al nostro Paese, Fitch ha declassato il merito di credito a BBB+, mentre Moody's ha confermato Baa2, un gradino inferiore. Secondo Fitch il giudizio è motivato dall'inconcludente risultato emerso dalle urne elettorali e dal proseguimento della profonda recessione.

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2012		2013	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	1.943.349	36.612	2.022.719	34.341
Febbraio	1.936.240	-7.109	2.017.615	-5.104
Marzo	1.954.489	18.249	2.034.725	17.110
Aprile	1.957.411	2.922		
Maggio	1.974.718	17.307		
Giugno	1.982.230	7.512		
Luglio	1.977.485	-4.745		
Agosto	1.975.632	-1.853		
Settembre	1.995.143	19.511		
Ottobre	2.014.693	19.550		
Novembre	2.020.668	5.975		
Dicembre	1.988.363	-32.305		
Incremento		81.626		46.347

*Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2012 al 1 trim. 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Debito a fine marzo 2013: 2.035 miliardi, nuovo massimo storico.
- L'incremento del debito da inizio 2013 è di 46,3 miliardi.
- L'incremento del debito nei primi 3 mesi del 2013 è pari al 57% dell'aumento del debito nel 2011.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente al 31 dicembre 2011, è di 33.438 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 734 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 56,48%, il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 28,80%.

Il commento

La Corte dei Conti nella relazione del 23 aprile si esprimeva in questo modo: “se si guarda ai conti pubblici, il 2012 evidenzia, rispetto agli obiettivi programmatici, un netto peggioramento dei saldi di bilancio e del rapporto debito/Pil, nonostante le imponenti dimensioni delle manovre correttive adottate nell'ultimo triennio.”

Un giudizio forse severo se confrontato con quello della Commissione Europea il 3 maggio: “I dati della Commissione certificano che l'Italia ha compiuto nei mesi passati un importante aggiustamento dei conti pubblici, portando il deficit sotto il valore di riferimento del 3 per cento. Certificano inoltre che il Paese può contare oggi e per i prossimi anni su un quadro di finanze pubbliche sane.” (Comunicato Stampa MEF del 3 maggio 2013).

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflazione
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,70%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,40%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,50%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,00%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	1,70%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,00%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	1,70%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,20%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,70%
Anno 2010	1.851.217	89.988	5,11%	1,60%
Anno 2011	1.906.737	55.520	3,00%	2,70%
Anno 2012	1.988.363	81.626	4,28%	3,00%
1 Trim. 2013	2.034.725	46.362	2,33%	
Incremento		734.384	56,48%	28,80%

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 1 trim. 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

L'immagine che emerge invece dal nostro Osservatorio trimestrale è tutt'altro che lusinghiera: un nuovo record storico del debito pubblico a 2.035 miliardi, con un incremento rispetto a fine anno di 46,3 miliardi, si veda la **Tabella 3** e la **Tabella 4**. In pratica l'incremento del debito nei soli primi 3 mesi è stato sensibilmente superiore alla metà del debito accumulato nell'intero 2012.

Si tratta di importi enormi e che rendono bene l'idea di come la traiettoria del debito sia più simile a una crescita parabolica che a un percorso di risanamento.

In questi giorni stiamo assistendo a numerosi dibattiti su: abbandono dell'austerità, slittamento se non soppressione dell'Imu sulla prima casa e sui capannoni, incentivi fiscali all'impiego.

E' chiaro che la ripresa dell'occupazione è un elemento indispensabile per la sopravvivenza economica del nostro Paese, ma non è ben chiaro con quali mezzi si possano attuare queste misure.

Riferirsi ad un allentamento dell'austerità è simile a gettare parole al vento, in quanto se austerità v'è stata la si è trovata solo nei consumi dei cittadini, colpiti da tasse e disoccupazione; ma la macchina pubblica l'austerità non l'ha nemmeno tentata visto che ha proseguito nella sua spesa esorbitante, macinando debito su debito.

(Milioni di Euro)	2012			2013		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	31.808	20.658	11.150	32.034	18.122	13.912
Febbraio	27.784	33.632	-5.848	29.140	40.383	-11.243
Marzo	28.729	43.038	-14.309	30.022	46.050	-16.028
Aprile	29.791	36.410	-6.619			
Maggio	37.475	53.901	-16.426			
Giugno	41.047	29.178	11.869			
Luglio	43.413	54.115	-10.702			
Agosto	37.152	28.421	8.731			
Settembre	23.915	25.131	-1.216			
Ottobre	32.718	37.369	-4.651			
Novembre	39.461	75.105	-35.644			
Dicembre	79.725	73.131	6.594			
Totale	453.018	510.089	-57.071	91.196	104.555	-13.359

*Tabella 5: Andamento entrate e uscite statali dal 2012 al 1 trim. 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Nei primi 3 mesi del 2013 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 13,36 miliardi.
- Il disavanzo nel 2012 era stato di 57,07 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 3 mesi del 2013 è stata di 30,4 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2012 è stata di 37,7 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 3 mesi del 2013 è stata di 34,9 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2012 è stata di 42,5 miliardi.

Il commento

La **Tabella 5** mostra gli incassi e i pagamenti della pubblica amministrazione; i numeri in colore nero presentano una differenza positiva fra entrate e uscite, mentre quelli in rosso indicano una differenza negativa.

Appare ancora prematuro confrontare l'andamento medio dei primi 3 mesi del 2013 con l'intero anno 2012, anche perché si tratta di dati non corretti per la stagionalità.

Tuttavia è possibile fare un raffronto mese su mese e quello che appare sembra uno squilibrio fra entrate e uscite più accentuato per i mesi di febbraio e marzo rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente.

Lo stock di Titoli di Stato

(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%
Anno 2012	1.638.724	6,62	77.815	4,75%
1 Trim. 2013	1.685.180	6,47	NA	NA
Aprile 2013	1.694.614	6,47	NA	NA

Tabella 6: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad aprile 2013
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

I fatti

- Circolante titoli di Stato ad aprile 2013 pari a 1.695 miliardi, nuovo massimo storico.
- Vita media residua in diminuzione a 6,47 anni.
- Tassi di interesse medi a marzo: BOT 0,64%, BTP 3,87%, CCT 2,37%.

Il commento

Come si poteva immaginare il forte calo del circolante dei titoli di Stato da novembre a dicembre 2012 (-42 miliardi) si è rivelato un tipico abbellimento di fine anno (window dressing) dato che da gennaio 2013, salvo una lieve riduzione in febbraio (2 miliardi) l'ammontare non ha fatto altro che salire.

L'ultimo dato di aprile a 1.695 miliardi, si veda la **Tabella 6**, rappresenta un altro record storico che ha polverizzato i precedenti record storici; ma si tratta dell'altro lato della medaglia del debito pubblico che record su record ormai è stabilmente sopra i 2.000 miliardi, si veda la **Figura 1**.

Un'altra novità che dobbiamo segnalare e che sinora non ha avuto l'eco che dovrebbe è l'applicazione dall'inizio del 2013 delle **Clausole di Azione Collettiva** (CACs) per tutti i titoli di Stato dell'Eurozona con scadenza superiore a un anno.

Queste Clausole prevedono che i termini e le condizioni dei titoli di Stato possano essere modificati mediante un accordo tra l'Emittente (lo Stato o Ente collegato) e una percentuale di detentori (gli investitori). Le modifiche possono riguardare le date e gli importi dei pagamenti di cedole e dei rimborsi, il cambio delle indicizzazioni e delle valute di rimborso, oltre alla modifica dell'ordine di preferenza con cui verrebbero pagati i creditori in caso di default.

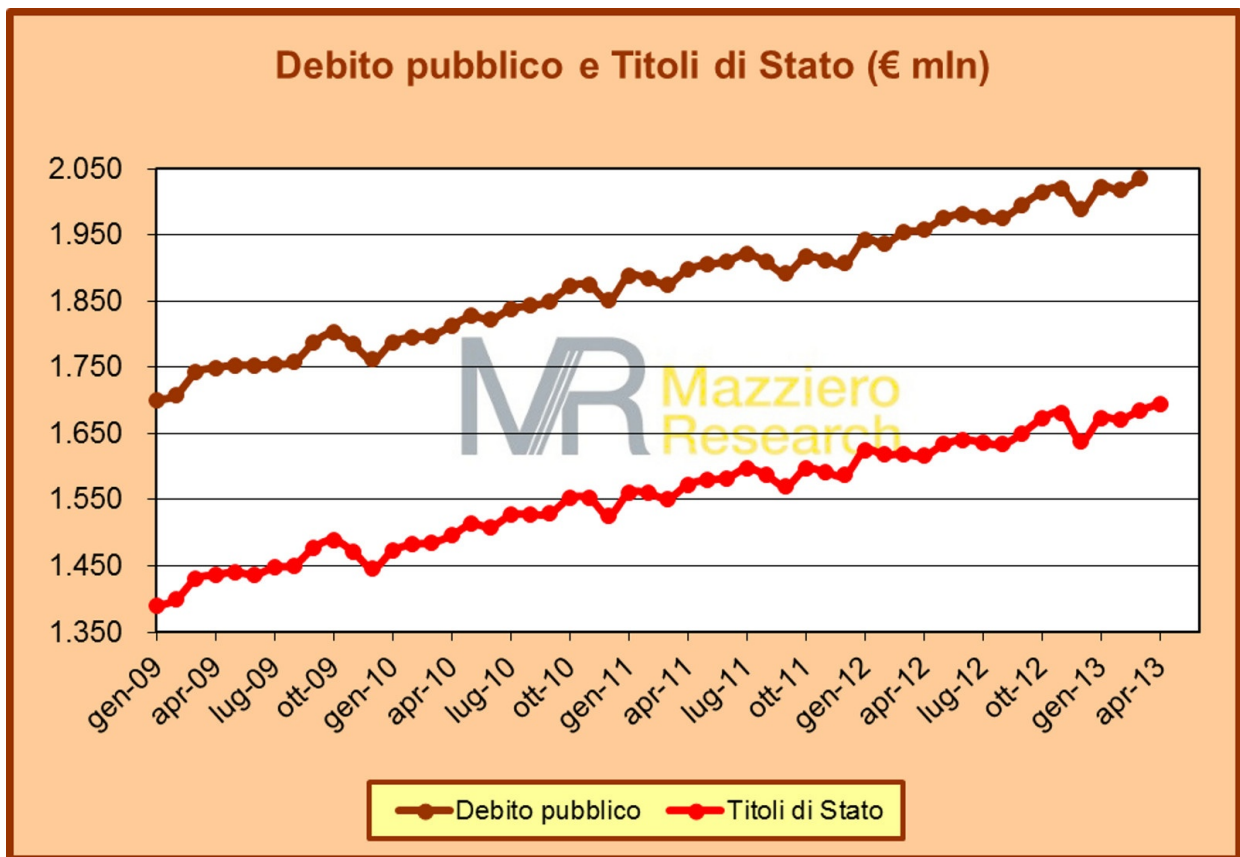


Figura 1: Debito Pubblico e Titoli di Stato dal 2009 a marzo 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

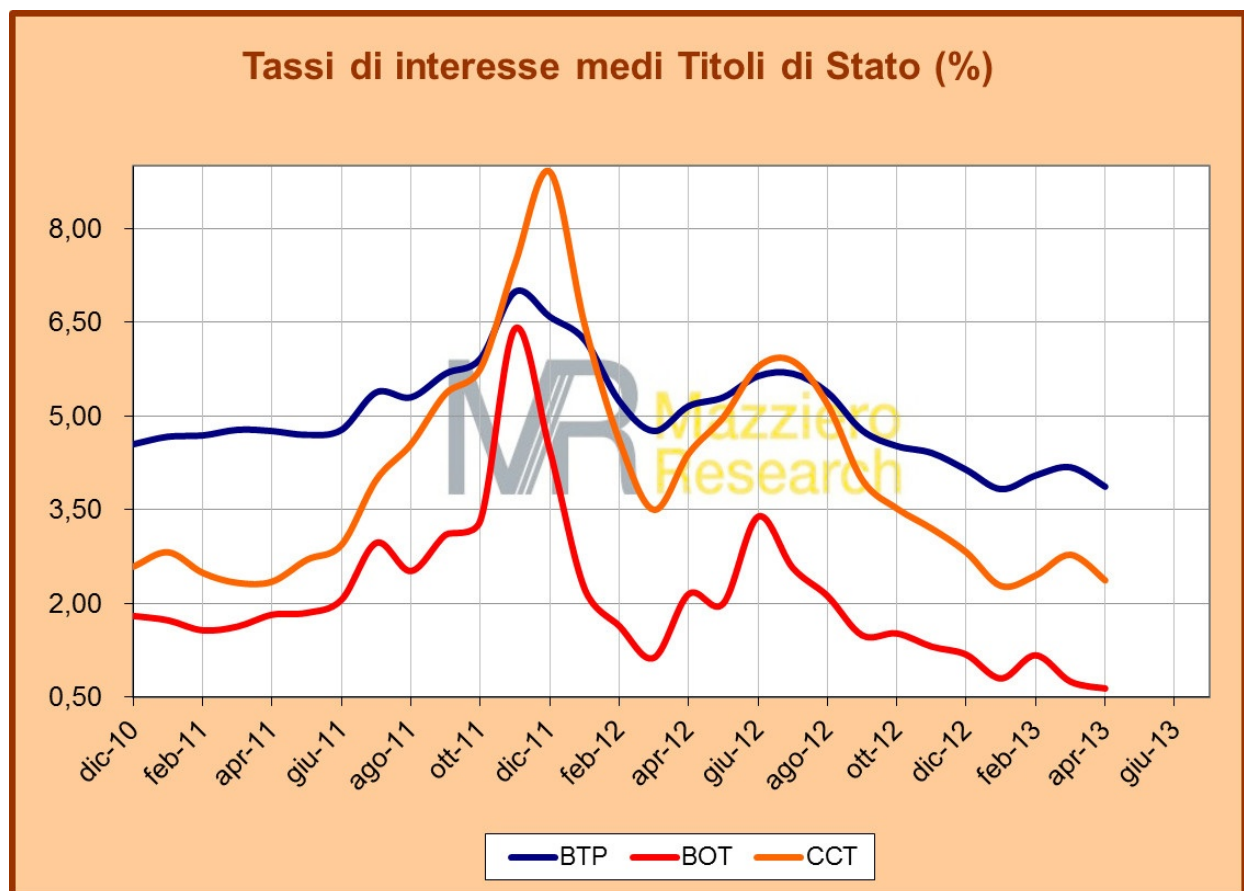


Figura 2: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da dic. 2010 ad aprile 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

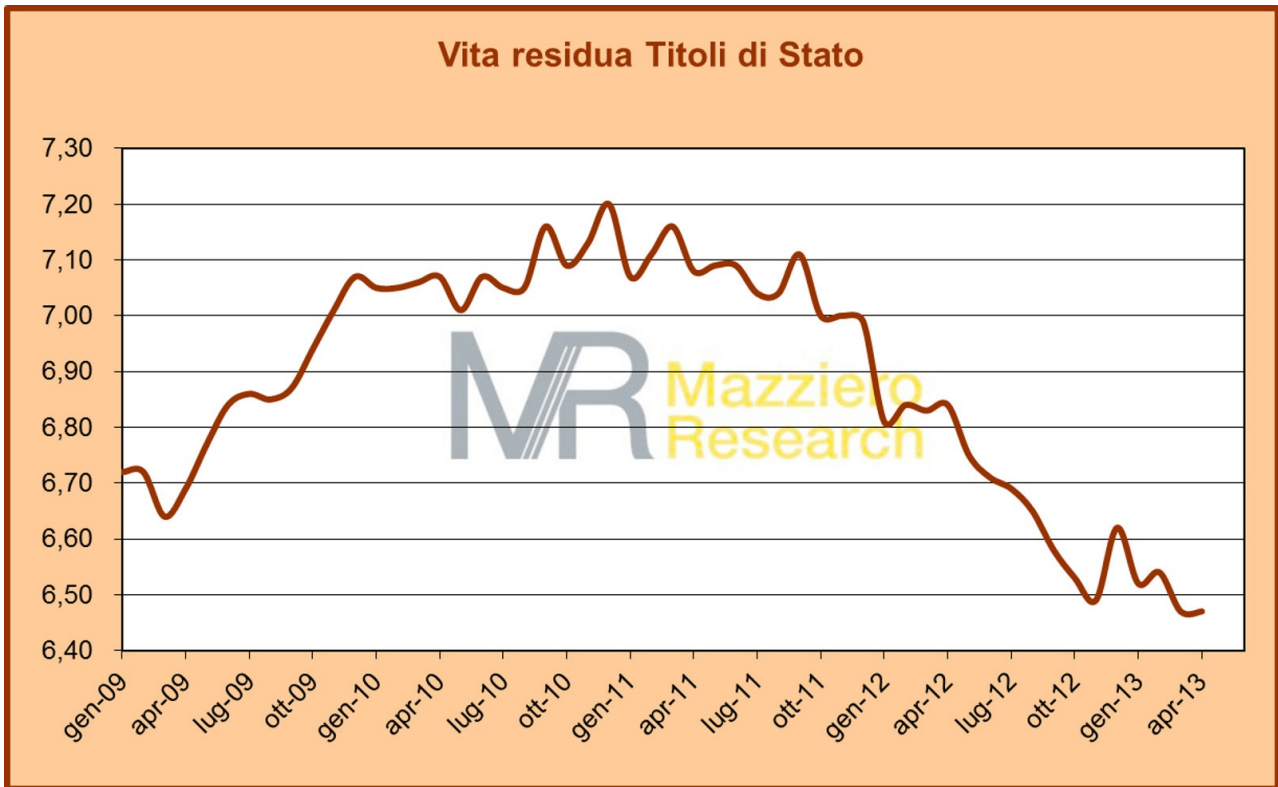


Figura 3: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2009 ad aprile 2013
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

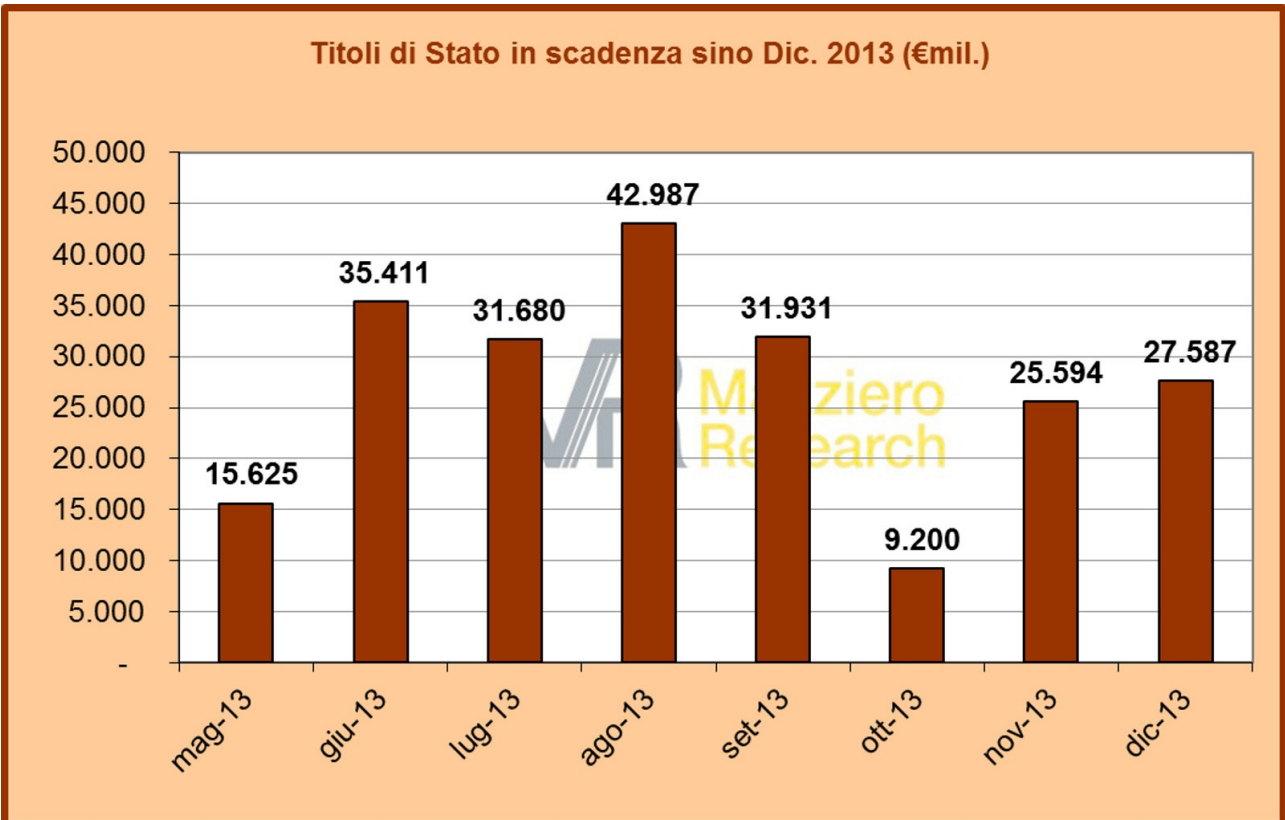
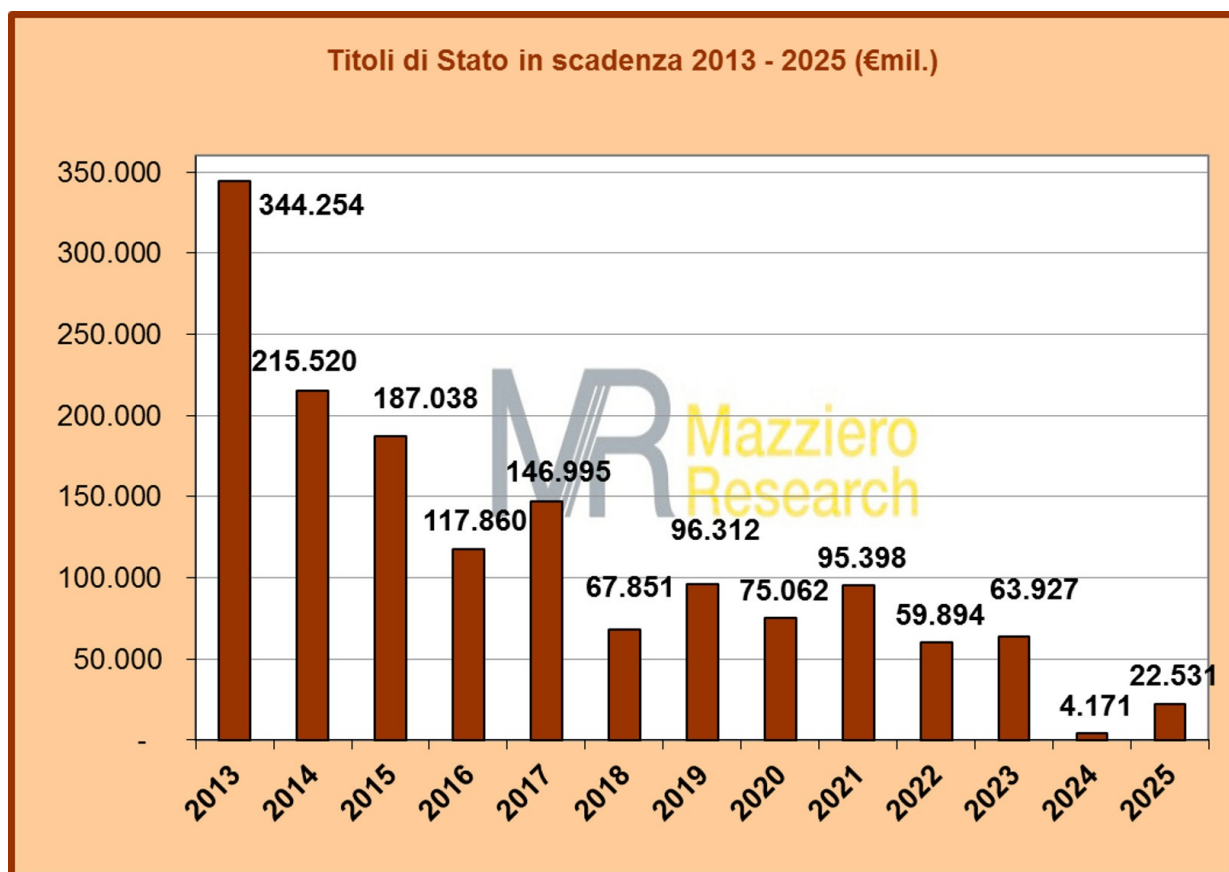


Figura 4: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2013
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)



*Figura 5: Titoli di Stato in scadenza sino al 2025
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

Si tratta di Clausole adottate dal decreto 96717 del **Ministero dell'Economia e delle Finanze**, che non fa altro che riprendere una norma del **Trattato di Istituzione del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM)** sottoscritto dai 17 paesi dell'Eurozona. Una norma che estende su vasta scala quanto adottato in occasione del default greco.

Ne abbiamo parlato in modo molto approfondito nell'articolo **Effetto Sirtaki sui titoli di Stato italiani** nel sito **Mazziere Research** ed è stato ripreso da altri siti e da alcune testate giornalistiche.

Resta alquanto repressibile il fatto che non si dia piena informazione di queste nuove Clausole agli investitori che dovrebbero essere pienamente consapevoli di queste modifiche prima di investire. Se la legge non ammette ignoranza, non necessariamente questo concetto può ritenersi applicabile agli investimenti che dovrebbero essere accompagnati da dettagliati prospetti con giusta evidenza dei rischi associati.

Nella **Figura 2** possiamo osservare i tassi medi dei titoli di Stato che hanno raggiunto livelli che non si vedevano da molto tempo; quale lettura possiamo dare a questo dato? Certamente pare assopita la percezione di insolvibilità nei confronti dell'Italia, favorita anche dalle operazioni di finanziamento delle banche italiane da parte della BCE; nel contempo, sebbene sia troppo presto per trovare conferma, potrebbero essere ritornati anche alcuni acquisti da parte degli investitori internazionali.

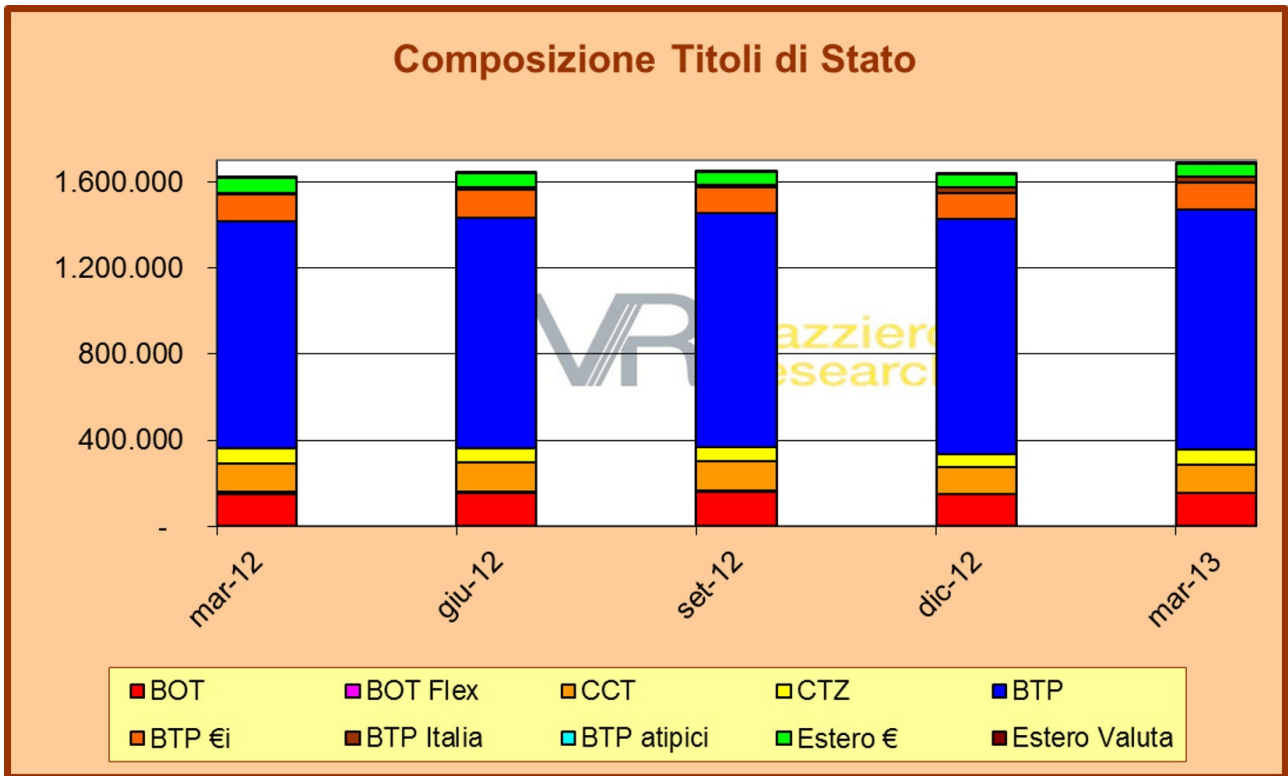


Figura 6: Tipologia dei Titoli di Stato da mar. 2012 a mar. 2013
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

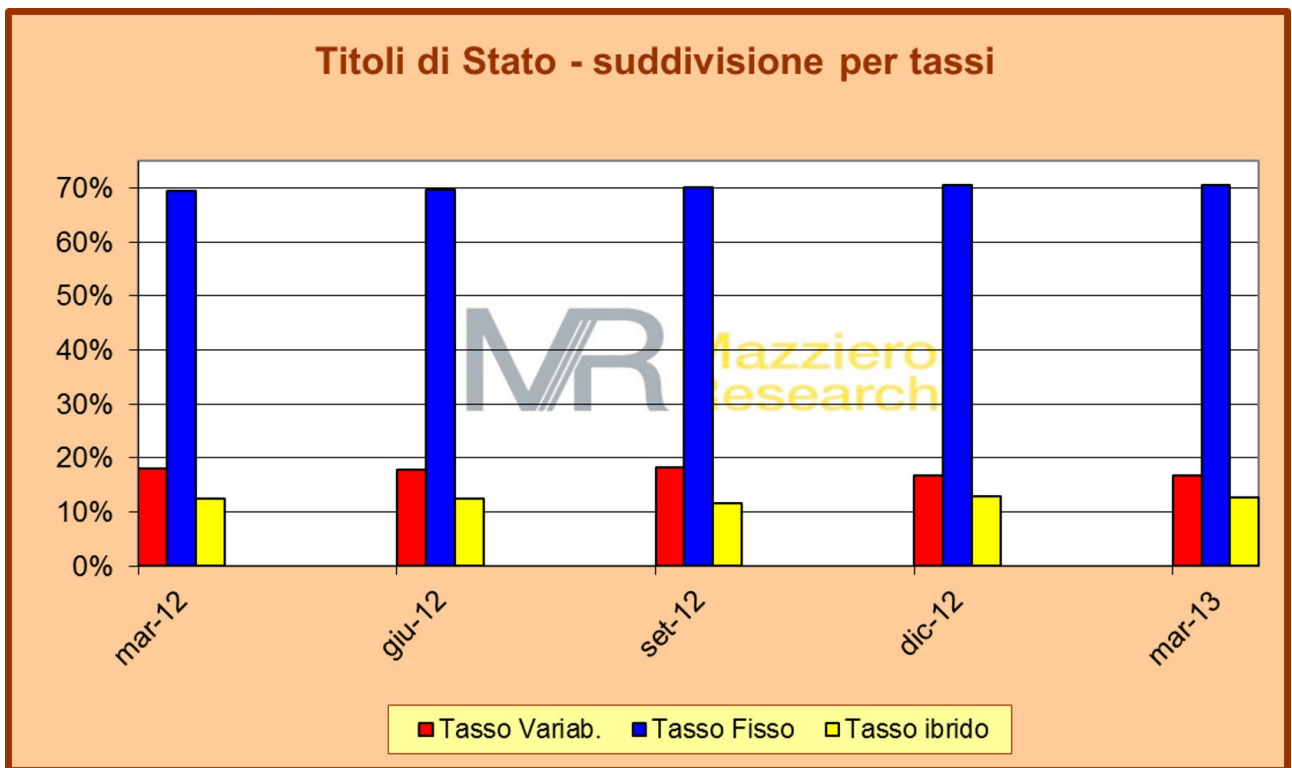


Figura 7: Suddivisione dei Titoli di Stato in tasso fisso e variabile mar. 2012 - mar. 2013
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Dobbiamo inoltre rilevare il forte successo dell'ultima emissione di BTP Italia che ha raggiunto in due giorni la cifra di 17 miliardi ed è stata chiusa anticipatamente; il titolo è stato collocato principalmente verso investitori privati dato che oltre il 50% dei contratti è stato di importo inferiore a 20.000 euro, mentre i contratti fino a 50.000 euro hanno interessato oltre l'80% delle transazioni.

La **Figura 3** mostra la vita residua media dei titoli di Stato, valore che sembra aver ormai trovato la sua base poco al di sotto dei 6 anni e mezzo.

La **Figura 4** e la **Figura 5** mostrano invece le scadenze dei titoli di Stato in dettaglio sino alla fine dell'anno e l'articolazione nei vari anni sino al 2025; particolarmente pesante sarà il mese di agosto in cui si renderà necessario rinnovare ben 43 miliardi.

La **Figura 6** e la **Figura 7** presentano la suddivisione delle emissioni di titoli di Stato per tipologia di strumento e di tasso (fisso o variabile). La maggior parte dei titoli di Stato continua ad essere allocata a tasso fisso, principalmente rappresentato dai BTP.

Le riserve della Banca d'Italia

	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	26.968		21%
Riserve verso FMI	4.738		4%
Diritti speciali prelievo	7.105		6%
Oro	88.586		70%
Altre attività di riserva	-		
		127.397	100%
Altre attività in valuta estera	NA	NA	

*Tabella 7: Riserve Banca d'Italia ad aprile 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Le riserve ufficiali ad aprile 2013 ammontavano a quasi 128 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a gennaio 2013 è negativa per circa 6 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 70% delle riserve totali.

Il commento

Cade ulteriormente il valore delle riserve ufficiali della Banca d'Italia, un effetto che è ascrivibile al forte calo dell'oro; infatti il 70% delle riserve è costituito dal metallo giallo che, se può costituire un vantaggio in momenti di incertezza, rappresenta anche un forte elemento di volatilità nelle riserve.

Si tratta comunque di variazioni fisiologiche e non preoccupanti se sono viste con un orizzonte temporale di lungo termine.

Il Prodotto interno lordo

(Milioni di Euro)	Pil	Delta Pil	%Pil deflaz.	Debito pubblico	Deficit/Pil	Debito/Pil
Anno 2000	1.191.057		3,70%	1.300.341		109,18%
Anno 2001	1.248.648	57.591	1,90%	1.358.333	4,64%	108,78%
Anno 2002	1.295.226	46.578	0,50%	1.368.512	0,79%	105,66%
Anno 2003	1.335.354	40.128	0,00%	1.393.495	1,87%	104,35%
Anno 2004	1.391.530	56.176	1,50%	1.444.604	3,67%	103,81%
Anno 2005	1.429.479	37.949	0,70%	1.512.779	4,77%	105,83%
Anno 2006	1.485.377	55.898	2,00%	1.582.009	4,66%	106,51%
Anno 2007	1.546.177	60.800	1,50%	1.598.971	1,10%	103,41%
Anno 2008	1.567.851	21.674	-1,30%	1.663.452	4,11%	106,10%
Anno 2009	1.520.870	-46.981	-5,20%	1.761.229	6,43%	115,80%
Anno 2010	1.548.816	27.946	1,30%	1.851.217	5,81%	119,52%
Anno 2011	1.580.220	31.404	0,40%	1.906.737	3,51%	120,66%
Anno 2012	1.565.916	-14.304	-2,40%	1.988.363	2,90%	126,98%
Anno 2013 (st.DEF)	1.573.200	7.284	-0,20%	2.051.352	2,90%	130,40%
Anno 2014 (st.DEF)	1.624.000	50.800	1,10%	2.094.275	1,80%	129,00%
Anno 2015 (st.DEF)	1.677.700	53.700	1,30%	2.105.502	1,70%	125,50%
Anno 2016 (st.DEF)	1.731.300	53.600	NA	2.101.937	1,30%	121,40%
Anno 2017 (st.DEF)	1.785.900	54.600	NA	2.094.348	1,00%	117,30%
Anno 2013 (st.UE)	NA	NA	-1,30%	NA	2,90%	131,40%
Anno 2014 (st.UE)	NA	NA	0,70%	NA	2,50%	132,20%
Anno 2013 (st.FMI)	1.542.427	-23.489	-1,50%	1.953.569	2,60%	130,60%
Anno 2014 (st.FMI)	1.550.139	7.712	0,50%	1.950.911	2,30%	130,80%
Anno 2015 (st.FMI)	1.565.641	15.501	1,00%	1.946.888	2,10%	124,35%
Anno 2016 (st.FMI)	1.584.428	18.788	1,20%	1.936.910	0,63%	122,25%
Anno 2017 (st.FMI)	1.603.442	19.013	1,20%	1.918.380	1,16%	119,64%
Anno 2013 (st.OCSE)	1.542.427	-23.489	-1,50%	2.028.292	3,30%	131,50%
Anno 2014 (st.OCSE)	1.550.139	7.712	0,50%	2.080.287	3,80%	134,20%

Il Pil indicato dal DEF è in termini nominali.

Tabella 8: Pil e debito pubblico nel periodo 2000-2012, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE
(Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

I fatti

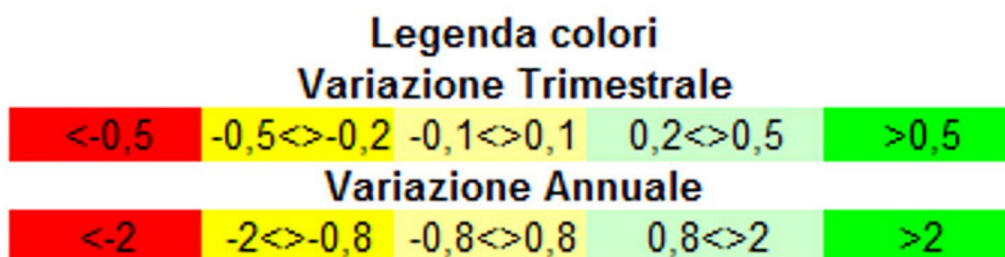
- Il Pil nel 2012 è stato pari a 1.566 miliardi con un calo del 2,8% rispetto all'anno precedente.
- Nel primo trimestre del 2013 il Pil è sceso dello 0,5%, la variazione sul trimestre corrispondente del 2012 è pari a -2,3%.
- La variazione del Pil acquisita per il 2013 è pari a -1,5%.
- Nel 2012 il rapporto debito/Pil è stato del 127%, mentre il deficit/Pil è stato del 2,9%.

Il commento

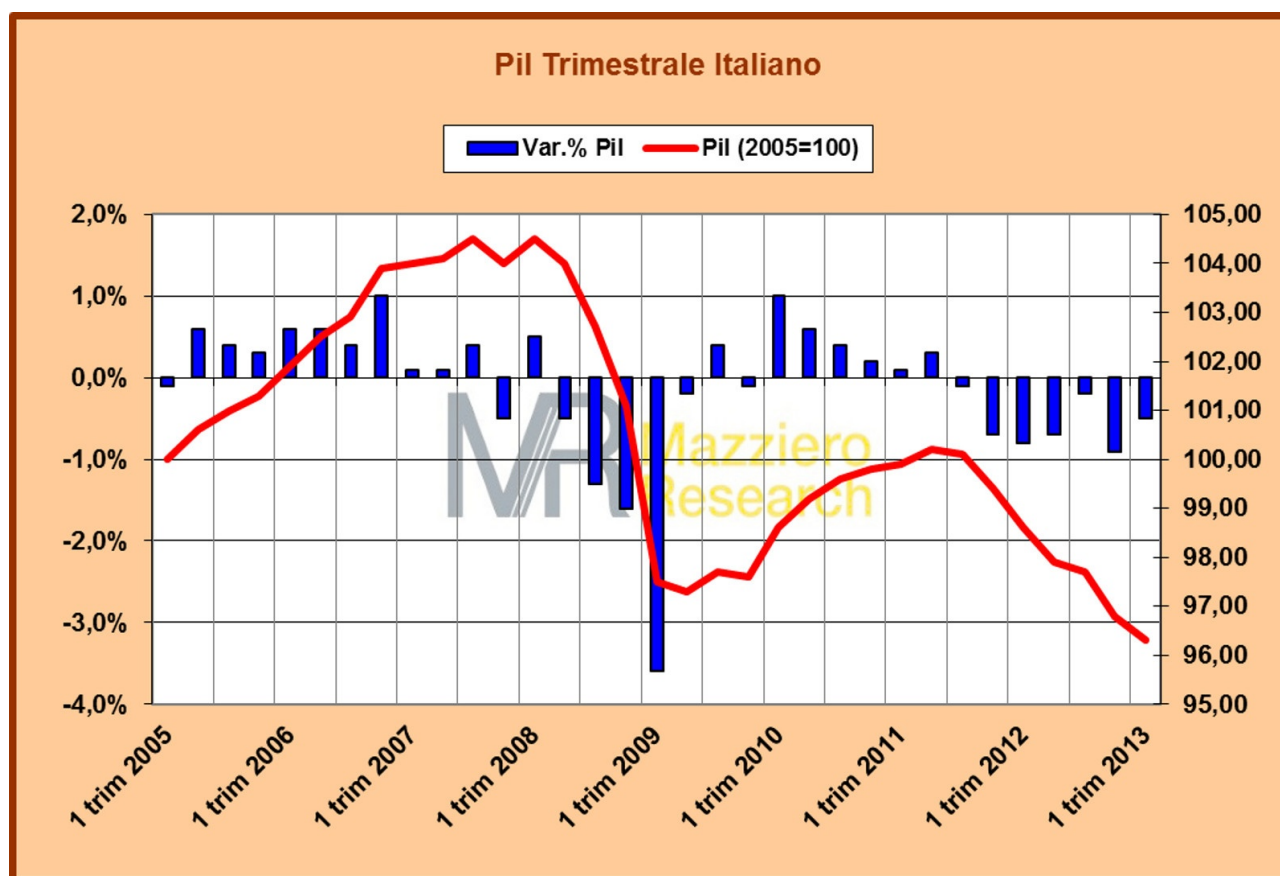
La **Tabella 8** mostra i dati del Pil italiano sino al 2012, insieme ai dati di previsione di diversi organismi. Secondo l'Istat si prevede quest'anno una contrazione del Pil dell'1,4% in termini reali.

La **Tabella 9** e la **Figura 8** mostrano l'andamento trimestrale del Pil sino al primo trimestre 2013.

	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	Anno	Mln €
2005	-0,1%	0,6%	0,4%	0,3%	1,2%	1.429.935
2006	0,6%	0,6%	0,4%	1,0%	2,6%	1.486.839
2007	0,1%	0,1%	0,4%	-0,5%	0,1%	1.553.909
2008	0,5%	-0,5%	-1,3%	-1,6%	-2,9%	1.574.808
2009	-3,6%	-0,2%	0,4%	-0,1%	-3,5%	1.519.229
2010	1,0%	0,6%	0,4%	0,2%	2,2%	1.551.965
2011	0,1%	0,3%	-0,1%	-0,7%	-0,4%	1.580.405
2012	-0,8%	-0,7%	-0,2%	-0,9%	-2,8%	1.565.916
2013	-0,5%					

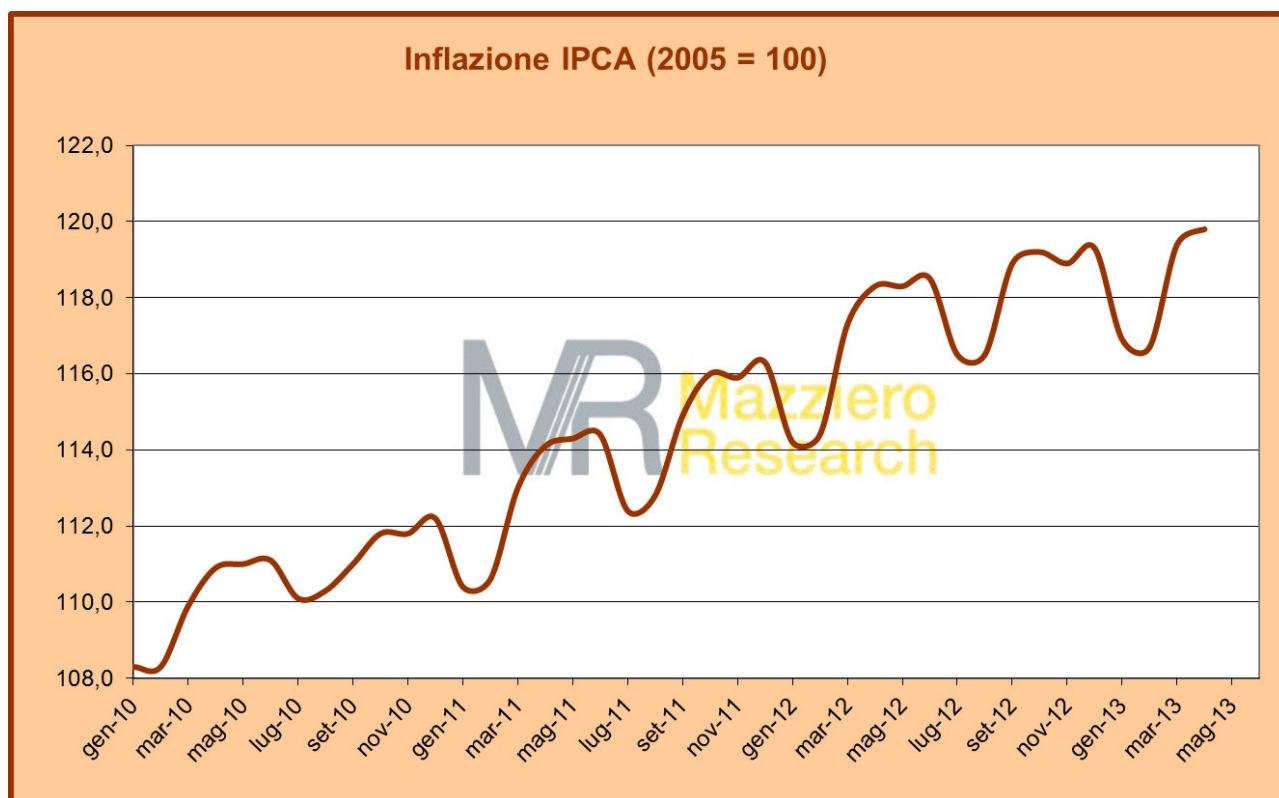


*Tabella 9: Pil trimestrale dal 2005 al 1 trim 2013
(Elaborazione su dati Istat)*



*Figura 8: Andamento trimestrale del Pil dal 2005 al 1 trim 2013
(Elaborazione su dati Istat)*

L'inflazione



*Figura 9: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2010 ad aprile 2013
(Elaborazione su dati Istat)*

I fatti

- Il tasso annuo di inflazione ad aprile è pari all'1,3%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2013 è pari all'1,0%.
- L'indice armonizzato dei prezzi al consumo, a base 100 nel 2005, è pari a 119,8, +2,9 punti rispetto alla lettura di 116,9 di gennaio.

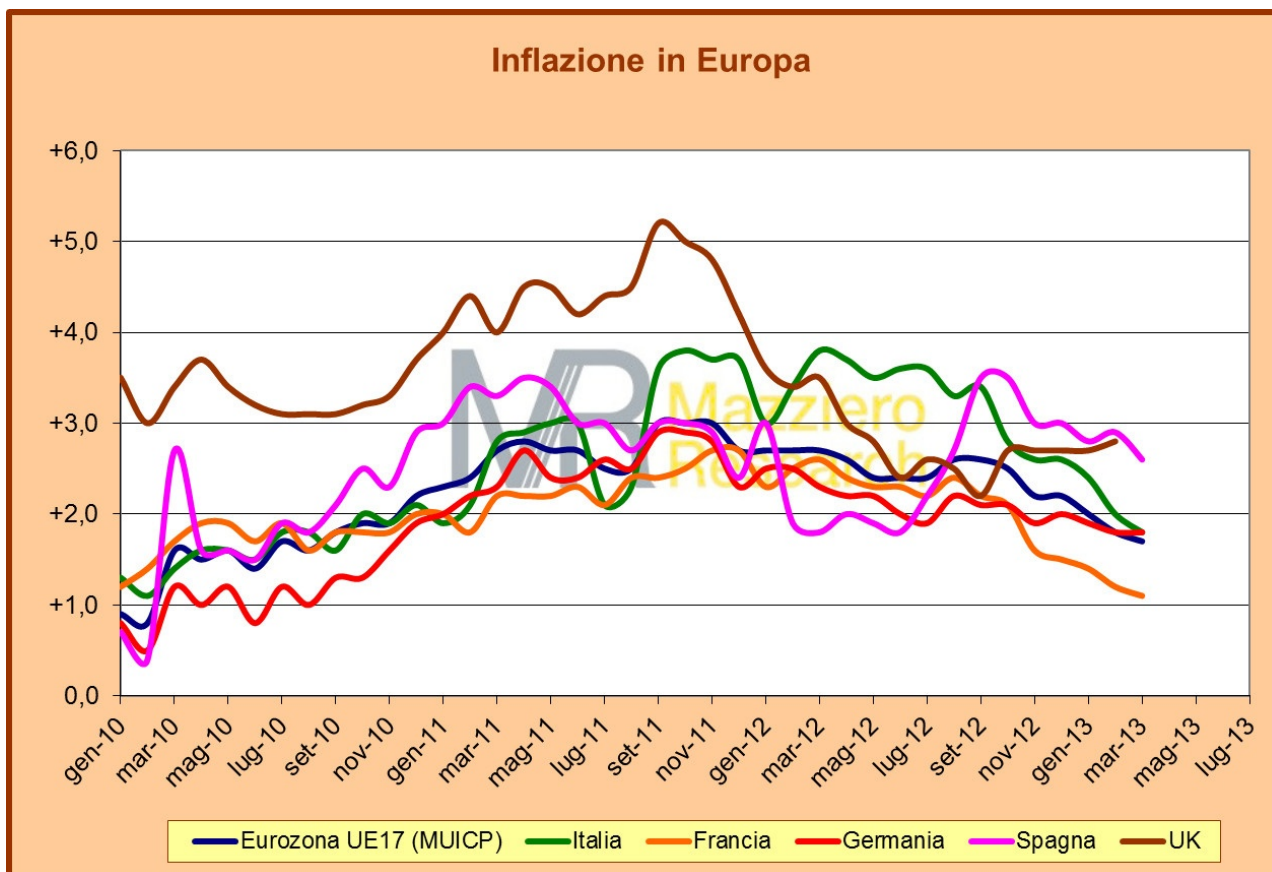


Figura 10: Inflazione in Europa dal 2010 a marzo 2013
(Elaborazione su dati Eurostat)

Il commento

L'inflazione mostra segni di rallentamento in tutta Europa, si veda la **Figura 10**, eccezioni a questo andamento generale sono rappresentate dal Regno Unito, dove questa sembra stia rialzando la testa, e dalla Spagna, dove resta ancora abbastanza vicina al 3%.

Inflazione in rallentamento anche in Italia, guidata principalmente da un forte calo dei consumi; ciò nonostante la **Figura 9** mostra in modo eloquente come la componente inflativa rappresenti una forte compressione sul potere reale delle retribuzioni. Considerando che l'indice IPCA è stato portato a 100 nel 2005, in 8 anni le famiglie italiane hanno perso quasi il 20% del loro potere d'acquisto.

La disoccupazione

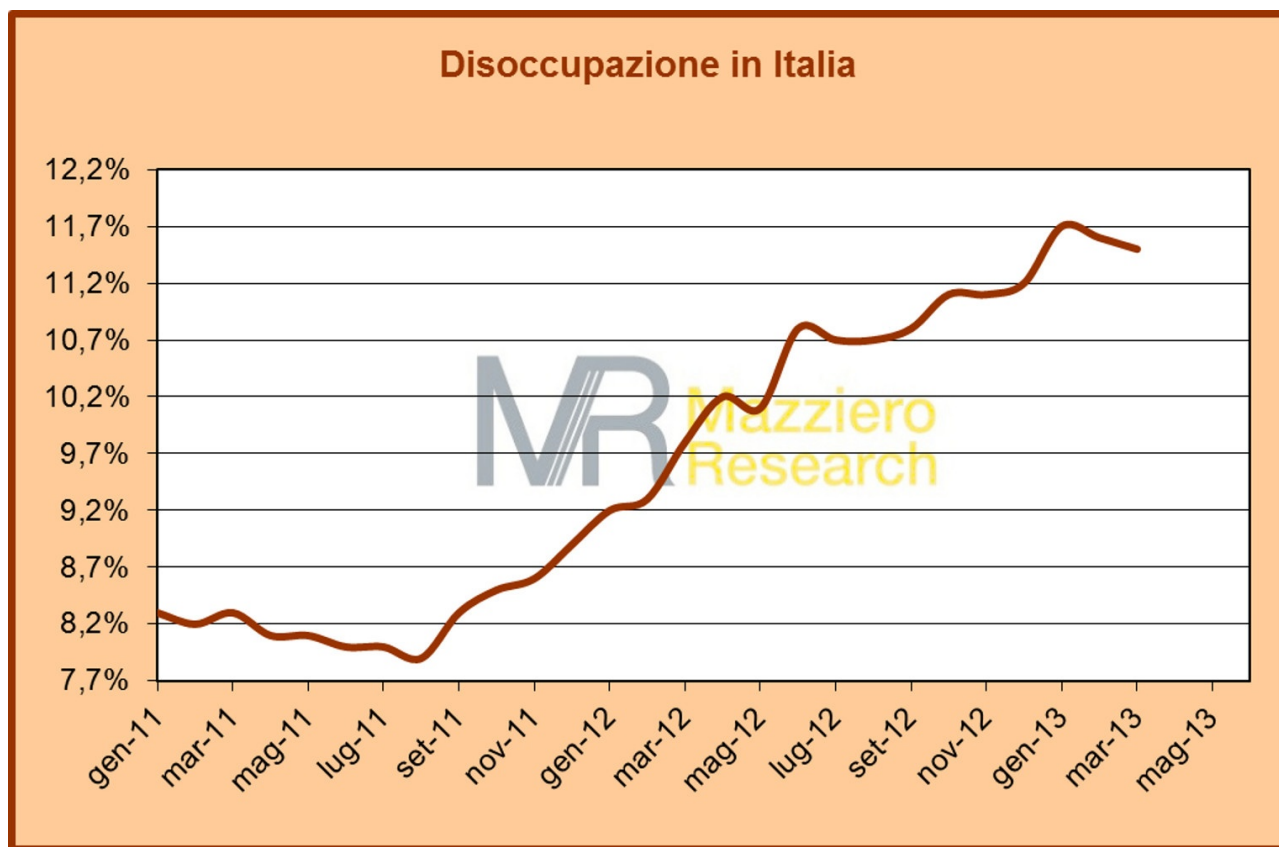


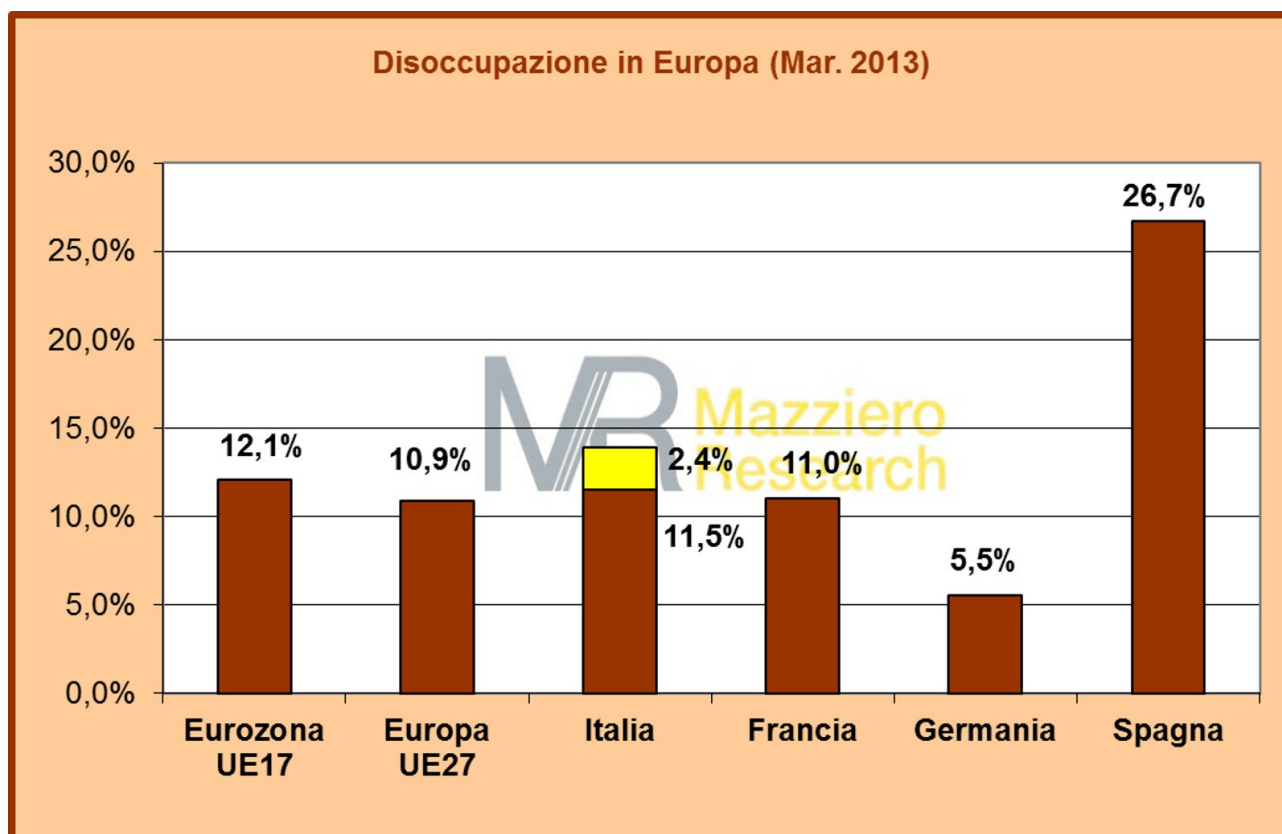
Figura 11: Disoccupazione in Italia da gennaio 2011 a marzo 2013
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 11,5% a marzo; +2,7% rispetto all'anno precedente.
38,4% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni.
- Tasso di occupazione: 56,3% della popolazione in età attiva.
- Cassa integrazione: ad aprile autorizzate 100 milioni di ore, +3,1% rispetto a marzo.

Il commento

Leggerissimo calo della disoccupazione rispetto ai mesi precedenti, si veda la **Figura 11**; ciò nonostante resta molto elevata rispetto ai valori di un anno fa, patologica invece la disoccupazione giovanile che ormai ha raggiunto il 38,4%.



*Figura 12: Disoccupazione in Europa a marzo 2013
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Anche le autorizzazioni di cassa integrazione continuano a segnare record su record, ormai siamo a 100 milioni di ore nel solo mese di aprile, ben il 3,1% in più di quelle autorizzate il mese precedente.

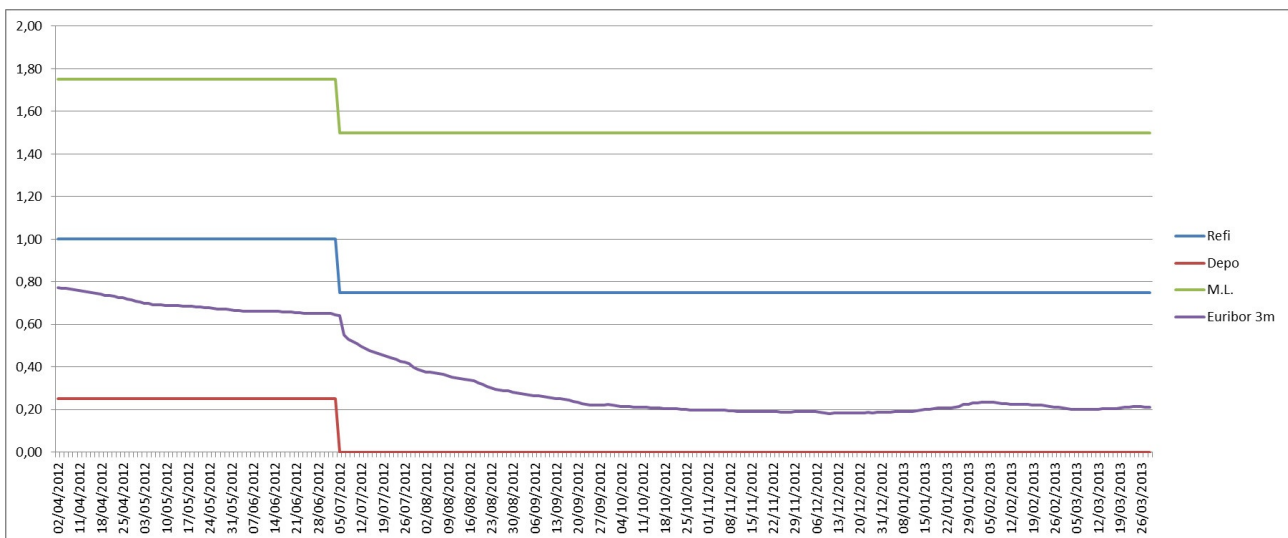
La **Figura 12** mostra il raffronto dei valori di disoccupazione tra i paesi europei, l'Italia pur rientrando nella media europea la supera abbondantemente se si somma anche la componente di cassa integrazione, che da sola pesa per un 2,4%. Invidiabile la disoccupazione in Germania pari al 5,5%, preoccupante quella in Spagna pari al 26,7%.

Approfondimenti

Il focus di IdeasHaveConsequences.org

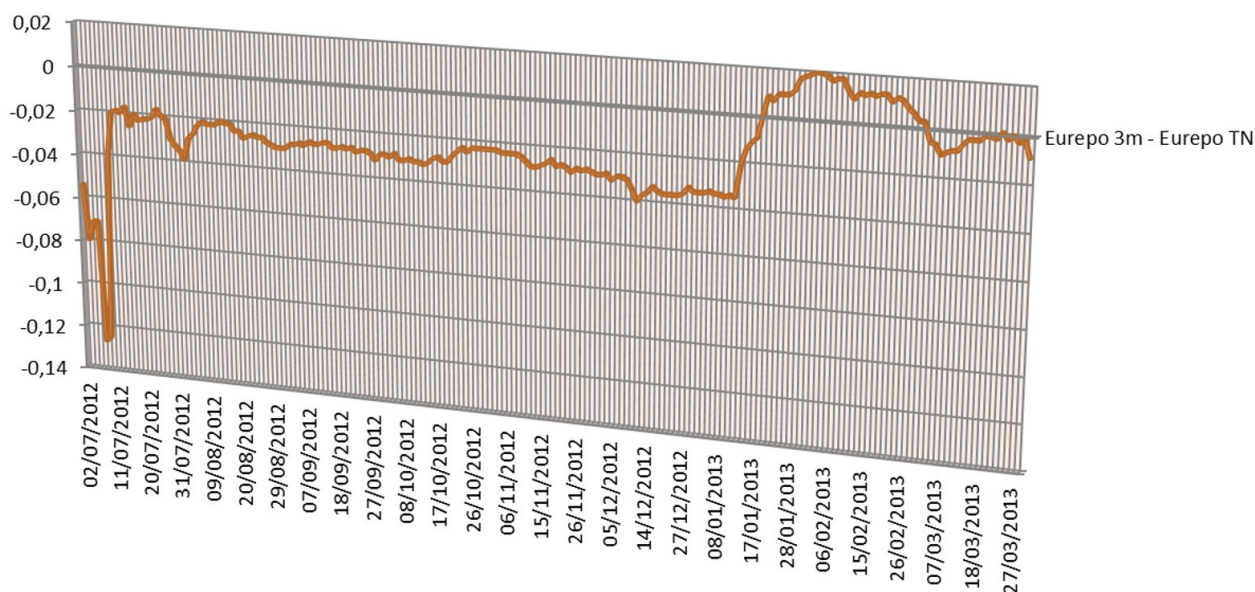
Mercato monetario I trimestre 2013

Nel primo trimestre 2013 la Banca Centrale Europea a dispetto delle attese ha mantenuto invariato il tasso di rifinanziamento allo 0,75%, anche se un ribasso di almeno 0,25 bps è pressoché certo nel secondo trimestre. La politica monetaria è rimasta accomodante, i tassi di interesse continuano ad essere ai minimi storici e non si può escludere che la BCE porti il tasso di rifinanziamento nel corso del 2013 allo 0,25% se persisterà l'attuale debolezza congiunturale. L'Euribor a 3 mesi si è stabilizzato attorno allo 0,20% circa e al momento non si registrano particolari pressioni sui prezzi al consumo dato anche l'elevato livello di disoccupazione raggiunto all'interno dell'Eurozona.



Andamento dei tassi BCE ed Euribor 3m

L'inizio del trimestre ha visto un periodo di relativa euforia con una consistente riduzione degli spread tra paesi periferici e paesi dell'area core. Il fenomeno è visibile anche nel mercato monetario: nei mesi di gennaio e febbraio la differenza tra i tassi di interesse sui pronti contro termine (repo) a tre mesi e i pronti contro termine a un giorno è tornata in territorio positivo. Questa maggior fiducia ha avuto tuttavia vita breve e l'inclinazione della curva dei tassi è tornata ad essere prossima allo zero o negativa a partire dal mese di marzo.



Differenziale tra il tasso praticato nei pronti termine a tre mesi e quelli a un giorno (Tomorrow Next).

Indubbiamente il fatto più rilevante del primo trimestre 2013 è la degenerazione della crisi cipriota. I problemi risalgono alla fine del 2008 quando è scoppiata la crisi dei mutui subprime ed il settore immobiliare ha cominciato un profondo processo di deleveraging.

Nel caso di Cipro è tuttavia l'ipertrofico settore bancario altamente esposto verso la Grecia ad aver portato alla situazione attuale. Titoli di stato ellenici e crediti verso aziende greche sono la principale fonte d'impiego delle banche locali mentre il finanziamento sui mercati obbligazionari internazionali è contenuto e la raccolta si basa principalmente su depositi e conti correnti.

Nel febbraio 2012 il governo di Atene ha chiesto per la seconda volta un intervento da parte della Troika: il risultato si è rivelato particolarmente gravoso per i detentori di bond ellenici. Il pacchetto di aiuti ricevuto dalla Grecia è stato condizionato ad un taglio del valore dei titoli di stato detenuti da investitori privati, il cosiddetto Private Sector Involvement (PSI).

In base al PSI le banche cipriote hanno subito perdite pari al 53,5% dei titoli di stato greci in loro possesso e da questo momento la situazione si è andata progressivamente deteriorando data l'impossibilità da parte del governo di Nicosia a reperire risorse sul mercato internazionale dei capitali adeguate a rifinanziare il settore bancario locale. Inizialmente nel dicembre 2011 Cipro ha ottenuto una linea di credito pari a 2,5 miliardi di euro dalla Federazione Russa al tasso del 4,5% con pagamenti solo in conto interesse e senza particolari penalità. Questo, unito ad una iniziale fuga di capitali privati dalla Grecia verso Cipro, ha consentito soltanto di rimandare la richiesta di aiuto alla Troika con i relativi vincoli connessi. Tuttavia nell'estate 2012 il rifiuto della Russia a supportare nuovamente il governo locale se non in cooperazione con l'Unione Europea ha reso inevitabile l'intervento esterno.

A metà marzo 2013 è stata formulata un'apposita proposta di salvataggio: 17 miliardi di cui solo 10 forniti dai creditori internazionali. E' stato quindi richiesto al governo di Nicosia di contribuire in proprio con 5,8 miliardi di euro reperibili intaccando i depositi privati presso le banche.

Un aiuto integrale si è rivelato difficoltoso dato che, sebbene 17 miliardi non rappresentino un importo trascurabile a livello comunitario, il risultato sarebbe stato quello di gonfiare l'indebitamento pubblico dell'isola a livelli insostenibili. Inoltre la natura dell'isola di centro off shore con una forte presenza di capitali russi rendeva i margini di discrezionalità politica dei partner europei piuttosto limitati.

Il primo problema da affrontare è stato quello di definire il perimetro entro cui applicare la tassazione. La prima soluzione ipotizzata dal governo locale prevedeva un'aliquota differenziata per i depositi al di sotto dei 100.000 euro ed una maggiorata per quelli che superavano tale soglia (rispettivamente il 6,75% ed il 9,9%). La notizia è stata sufficiente a determinare una corsa agli sportelli da parte dei cittadini nel tentativo di salvaguardare i loro risparmi.

Le autorità hanno pertanto decretato una chiusura forzata delle banche durata 10 giorni. Inizialmente a marzo è stato lo stesso Parlamento di Nicosia a votare contro la proposta di tassare i depositi privati dando avvio così ad una lunga trattativa per definire i termini del salvataggio che si è sostanziato nella chiusura del secondo istituto finanziario del paese, la Laiki Bank e nella ristrutturazione del primo, la Bank of Cyprus. Il governo cipriota ha convenuto di raccogliere i 5,8 miliardi richiesti mediante un hair cut sui depositi superiori a 100.000 euro.

Si tratta della prima applicazione su scala nazionale della procedura di bail-in e dei meccanismi di risoluzione degli istituti di credito definiti in un Working Document del 2011 del Direttorato Generale per il Mercato Interno e i Servizi (DG Internal Market and Services). Precedentemente a febbraio l'Olanda ha proceduto a nazionalizzare la quarta banca del paese in modo simile tramite esproprio senza indennizzo degli azionisti e dei creditori subordinati.

Il governo è intervenuto tuttavia con fondi pubblici per garantire le obbligazioni senior. In mancanza di una unione bancaria a livello comunitario e dato che il supporto ai sistemi finanziari nazionali non è considerato aiuto di Stato questo modo di procedere contribuisce a balcanizzare ulteriormente l'ormai frammentato mercato monetario europeo.

E' chiaro che ai primi segni di stress gli operatori privati avranno tutto l'interesse a spostare i capitali in giurisdizioni sotto le quali sussistono legittime aspettative di intervento pubblico a favore degli istituti di credito insolventi. In particolare in assenza di rischio cambio l'incentivo esiste anche ex ante e la fuga di capitali verso i paesi centrali è ben evidenziata dallo sbilancio dei saldi interni al sistema Target 2.

Non è scorretto affermare che garanzie pubbliche esplicite o implicite modulate su base nazionale siano un'alterazione della concorrenza poco compatibile, almeno nello spirito, con le ragioni per cui viene istituita un'unione monetaria.

Il blocco della libera circolazione di capitali da e verso Cipro rappresenta un evento senza precedenti non solo dall'introduzione dell'Euro, ma dalla nascita del mercato unico nel 1992.

Silvano Fait

Fonti:

ECB, monthly bulletin

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

Euribor-EBF, newsletter

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.

BCE, un nuovo paradigma

Il 2013 europeo, chiaramente, prosegue il triste percorso del 2012: la recessione prosegue e si espande, il punto di svolta si sposta regolarmente più avanti, e spuntano nuovi casi eclatanti di fallimento di sistema (qualcuno ha sentito parlare di Cipro?). Oltre a questo, in Italia ci siamo trovati con un risultato elettorale incerto con tutto quel che ne è seguito. Ma intanto, curiosamente, i tassi europei ed in particolare quelli italiani hanno avviato una progressiva discesa, che da molti è stata attribuita all'impegno della BCE a fare "tutto ciò che è necessario" (le OMT) per difendere "l'area euro". Il bilancio della BCE dovrebbe confermarci questo impegno.

Bilancio BCE – Marzo 2013					
(miliardi di euro)					
Attivo		% trim	Passivo		% trim
Finanziamenti	904	-19,9%	Base monetaria	1.360	-16,6%
Titoli	648	5,3%	Depositi	205	3,7%
Eestero	308	-1,2%	Eestero	167	-14,9%
Oro	435	-9,1%	FMI	55	-2,0%
Altro	353	-26,9%	Altro	265	-8,3%
			Mezzi propri	496	-8,0%
	2.648	-12,3%		2.648	-12,3%

Bilancio BCE a marzo 2013

Nel primo trimestre del 2013 la BCE ha largamente confermato il ritracciamento della politica monetaria di cui questo report vi avvisa già dal terzo trimestre del 2012 (si vedano i due precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziero Research). I finanziamenti al sistema bancario sono crollati quasi di un quinto (restituzioni anticipate degli LTRO precedenti senza alcun rimpiazzo), ed ancora più marcato appare il calo del tiraggio della ELA (parte degli "altri crediti in euro verso istituzioni creditizie" contenuti nella voce "Altro" dell'attivo), calata di un quarto in tre mesi. Queste voci determinano la contrazione del bilancio della BCE per € 370 miliardi (-12,3%).

Parallelamente la base monetaria capitombola per più di € 270 miliardi con un ben distribuito calo dell'utilizzo di *Deposit Facility* e *Conti Correnti*. Il calo anche delle banconote in circolazione, assestate attorno alla media del 2012, indica che la causa delle evoluzioni degli aggregati sta nella politica della BCE più che in cambiamenti di preferenze o aspettative del settore privato.

È interessante che in tutto questo si rilevino – quasi compensandosi – un rialzo della voce “Titoli”, ed un calo della voce “Oro” che si ribalta sul capitale netto della Banca Centrale. Il primo dato fa pensare che, tutto sommato, Draghi potrebbe aver assorbito una trentina di miliardi di emissioni europee (certamente periferiche), il che si accorderebbe con parte del movimento dei tassi; il dato sull'oro invece discende semplicemente dal combinato delle rivalutazioni trimestrali di fine 2012 e primo trimestre 2013: le riserve in oro tornano all'incirca al livello di metà 2012.

Quanto si può rilevare è che la BCE sta effettivamente sostenendo i debiti statali europei. L'intervento non è trascurabile (€ 30 miliardi valgono un mese di emissioni italiane, anche se l'Italia non è l'unico Paese a ricevere aiuti), ma forse è da vedersi più come uno stimolo su un mercato già alimentato da afflussi di capitale extra-UEM sospinti dal lassismo monetario amero-asiatico. E proprio approfittando di questo aiuto esterno di dimensioni significative, mi pare confermata da una la volontà di ridurre la rischiosità del bilancio anzitutto diminuendone le dimensioni, e dall'altra il fatto che i finanziamenti della BCE più che a sostegno delle banche fossero a sostegno dei loro acquisti di titoli di Stato.

Quel che si può ricavare è la conferma di un cambiamento di paradigma: la BCE sosterrà o le banche o gli Stati, ma non entrambi. Le forti dinamiche e gli eventi di questi primi tre mesi del 2013 sembrano indicare che il sostegno sia riservato al debito pubblico, lasciando che il settore bancario venga salvato da enti “fiscali” (ulteriore conferma del fatto che la crisi bancaria è una crisi di solvibilità e non di liquidità). I primi pensieri vanno ai *bail out* ad opera di Stati o veicoli europei come l'ESM – di quest'ultimo era già previsto un intervento a ricapitalizzare le banche spagnole. In passato uno Stato poteva farsi carico del salvataggio di banche private e quindi chiedere alla BCE di mettere una toppa sul proprio debito pubblico (si pensi all'Irlanda), ma ritengo che questo scenario non sia più possibile, e una prova viene dal caso di Cipro crudamente, ma realisticamente, definito da Dijsselbloem come un modello per il futuro.

Il caso di Cipro apre le porte a forme di *bail in*, cioè salvataggi fatti “dall'interno” dell'ente in pericolo. Se l'Europa può continuare a metterci una stecca, questo non potrà più avvenire gratis: oltre a sottostare ad alcuni principi di revisione delle proprie politiche (forme edulcorate del commissariamento che sarebbe richiesto all'attuale stato dell'arte in sede di richiesta di soccorso all'ESM con associate OMT), gli stessi soggetti privati che hanno partecipato o finanziato l'attività in difficoltà dovranno metterci la loro parte. Da questo principio discende quel prelievo forzoso sui depositi bancari di Cipro superiori ad € 100.000, che ha fatto gridare tanto allo scandalo.

Si noti che nel caso di Cipro il limite di € 100.000 è legato alla garanzia europea sui depositi bancari appunto fino a € 100.000: un prelievo forzoso sotto tale soglia avrebbe potuto in teoria anche dar luogo all'imbarazzante attivazione della garanzia, per cui il prelievo forzoso sui depositi ciprioti – a favore di banche cipriote – sarebbe stato in parte sopportato a livello comunitario. Questo significa che occorre monitorare da vicino anche le future modifiche alla disciplina europea a garanzia dei depositi per capire “come tira il vento”.

Vale la pena sottolineare che in qualche modo si può rintracciare una ratio liberale in questo nuovo paradigma che coinvolge (anche e non solo) i depositanti nel salvataggio delle imprese bancarie: uno dei problemi del mondo attuale è che i depositanti, nei fatti finanziatori delle banche, non hanno finora avuto bisogno di valutare la bontà della gestione degli istituti appunto perché finora si sono sentiti coperti da assicurazioni esplicite ed implicite. In un'ottica capitalista o “di mercato”, questo priva il sistema di un livello di controllo (se la banca deve porre attenzione a come concede credito, essa stessa deve venir controllata dai propri finanziatori, prima che dalla assurda selva regolamentare vigente): tutti gli attori del mercato devono essere responsabilizzati. Ma in effetti i depositanti-creditori non hanno aderito ad una qualche proposta “concorsuale”, hanno semplicemente subito un decreto governativo; è giusto quest'ultimo punto a fare la differenza sostanziale rispetto ad una soluzione autenticamente “liberale” e “di mercato”, non il coinvolgimento in sé dei depositanti.

In realtà nutro seri dubbi che a Bruxelles si siano posti il problema di una responsabilizzazione individuale da operare attraverso il “mercato”. Probabilmente è bastato far un paio di conti per capire che, in questa recessione la cui fine sembra non arrivare mai, non sarebbero mai esistite risorse sufficienti per salvare tutti (Stati e banche). La scelta si è presentata solo nei termini di decidere chi “far salvare a spese proprie” per rendere il restante impegno più sostenibile. Con Cipro abbiamo visto le prime conclusioni di questa riflessione.

Definito il paradigma da instaurare, gli enti fiscali e monetari devono allinearsi ai nuovi “mandati”. Considerando l'evoluzione tracciata dalla politica monetaria della BCE, evidenziata attraverso questo osservatorio, la tendenza si andava definendo già da prima dello scoppio ufficiale della crisi di Cipro, che è stato semplicemente il test del nuovo paradigma.

Se l'inflazione (intesa come gonfiamento degli aggregati monetari) lavora in modo subdolo redistribuendo la ricchezza a vantaggio dei prenditori di nuova moneta (banche e Stati, nel nostro caso) permettendo quindi un meccanismo di *bail out*, dovremmo d'ora in poi attenderci una serie di *bail in* che circoscriveranno più precisamente i costi diretti di ogni salvataggio.

Leonardo Baggiani

Bibliografia

Baggiani Leonardo (2013) “*Lo Spread Cala. Chi È Stato?*”

(<http://ideashaveconsequences.org/lo-spread-cala-chi-e-stato/leo>)

Baggiani Leonardo (2013) “*Ma Qualcuno Voleva la Soluzione Cipriota. Felici Ora?*”

(<http://ideashaveconsequences.org/ma-qualcuno-voleva-la-soluzione-cipriota-felici-ora/leo>)

Banca Centrale Europea (2013) “*Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 29 marzo 2013*”, comunicato stampa 04/03/2013.

Banca Centrale Europea (2013) “*Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 4 gennaio 2013*”, comunicato stampa 09/01/2013.

Il Sole 24 Ore (2013) “*Gli speculatori cambino idea: l'Europa piace come nel 2011*”, articolo del 08/01/2013.

Il Sole 24 Ore (2013) “*La ricerca del rischio guida le borse in Eurozona*”, articolo del 10/01/2013

Il Sole 24 Ore (2013) “*Ora i fondi giapponesi vanno a caccia di titoli UE*”, articolo del 22/03/2013

Mazziero Research (2012) “*Italia 3 trim 2012: PIL, debito & Co.*”

Mazziero Research (2013) “*Italia: economia a fine 2012*”

The Wall Street Journal (2013) “*Euro Uncertainty Puts Many on Defensive*” articolo del 23/01/2013

The Wall Street Journal (2013) “*Threat of Global Currency Wars Rises*” articolo del 23/01/2013

Glossario

Bail in – Bail out: i salvataggi di enti in dissesto possono avvenire in forma di *bail out* cioè con risorse provenienti da enti terzi rispetto al dissesto (ad es.: Stati che ricapitalizzano o nazionalizzano imprese, Banche Centrali o enti sovranazionali che finanziano direttamente ed in via esclusiva Stati, ed altre forme di socializzazione delle perdite), oppure in forma di *bail in* cioè con risorse recuperate presso soggetti direttamente coinvolti nel dissesto stesso (ad es.: creditori che rinuncino ai propri crediti o mutino il proprio credito in capitale di rischio che assorba immediatamente le perdite).

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).

Conti correnti e Riserva obbligatoria: punte nel ritiro di contanti dai depositi a vista presso le banche commerciali (conosciuti come “conti correnti”) implicano un rischio di illiquidità. Come forma minima di assicurazione da tale rischio, le banche commerciali sono tenute a tenere depositata in forma liquida una pur ridotta quota (oggi l'1%) degli stessi depositi a vista. L'obbligo è assolto con il deposito presso un conto corrente tenuto dalla Banca Centrale, remunerato solo nei limiti della riserva obbligatoria richiesta.

Deposit Facility: conto tenuto 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. Il conto è attualmente remunerato al tasso ufficiale di rifinanziamento (REFI, oggi allo 0,75%) meno lo 0,75%, quindi ha rendimento nullo.

ELA (Emergency Liquidity Assistance): in aggiunta ai consueti canali di finanziamento della BCE alle banche commerciali, ogni singola Banca Centrale nazionale può concedere una propria linea di finanziamento aggiuntiva, solitamente dietro garanzie di qualità peggiore rispetto a quanto altrimenti richiesto dalla BCE e quindi ad un tasso più alto.

LTRO (Long Term Refinancing Operation): operazione di rifinanziamento principale a lungo termine (da uno a tre anni, contro le consuete operazioni di durata mensile) della Banca Centrale Europea verso le banche commerciali europee.

OMT (Outright Monetary Transactions): operazioni di acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario da parte della BCE finalizzate al contenimento dei rendimenti sui titoli stessi; tali operazioni accompagneranno il soccorso richiesto all'*European Stability Mechanism* (ESM) da parte di un Paese della UEM; la richiesta di soccorso all'ESM, costituita dall'acquisto sul mercato primario di titoli del Paese richiedente, sarà condizionata alla sottoscrizione di un protocollo di interventi sulle finanze pubbliche. L'ESM, non ancora operativo, sostituirà l'esistente *European Financial Stability Facility* (EFSF).

Il commento di Andrew Lawford

E' questo il momento per una “politica di crescita”?

Il 2012 è stato l'anno della “cura Monti” per l'economia italiana; un anno in cui molte riforme necessarie sono state effettuate e l'austerità è stata l'ordine del giorno. Questa, alla fine, è l'impressione che tutti hanno del governo tecnico appena uscito. Peccato che, a giudicare dai dati riportati in questo osservatorio, non c'è stata traccia dell'austerità negli ultimi anni. Basti pensare che il debito pubblico nel 2012 è aumentato di 81,6 miliardi di euro, mentre nel 2011 era aumentato di “appena” 55,5 miliardi. A quanto sembra, l'ultimo Governo Berlusconi è stato più rigoroso con i conti pubblici rispetto al governo tecnico che aveva il compito di “raddrizzare la barca”.

Già in altre occasioni (si veda il commento nell'Osservatorio del 1° trimestre 2012, disponibile anche sul blog del sito Mazziero Research [1]) si è evidenziata la natura vuota e iniqua di alcune riforme del governo tecnico. In generale, non si è visto neanche l'inizio della forte riduzione del ruolo dello Stato nell'economia italiana che rappresenterebbe la chiave di un'eventuale ripresa che possa durare nel tempo. Il dibattito politico è ruotato intorno alle soluzioni più opportune per aumentare le entrate, come ad esempio l'IMU (ma non si poteva semplicemente riciclare l'ICI?), l'aumento dell'IVA e l'impegno per ridurre l'evasione fiscale. Nel contesto dell'evasione, nessuno si è domandato se le pretese tributarie, nonché la burocrazia del fisco, incentivino od ostacolino un rapporto sano tra contribuente e Stato. È l'opinione di chi scrive che una normativa fiscale chiara e semplice, insieme a un'Agenzia delle Entrate snella e corretta, siano le basi necessarie prima di pretendere correttezza ai contribuenti.

Nonostante uno scenario di fondo che peggio non potrebbe essere, bisogna riconoscere che il mercato attualmente dà fiducia all'Italia, o meglio, alla zona Euro, come evidenziano i rendimenti sui BTP decennali (attualmente poco sopra il 4%). Diversi fattori hanno contribuito a questo miglioramento, ma quello più importante è l'impressione che la BCE farà qualsiasi cosa per preservare la moneta unica. Draghi ha dichiarato nel corso del 2012: “Entro i limiti del nostro mandato, la BCE è pronta a fare quello che deve fare per salvaguardare l'euro. E credetemi, sarà sufficiente.” [2] Sicuramente non si tratta di mezzi termini, anche se viene da domandarsi quali sarebbero i limiti del mandato della BCE, se Draghi sa già che può fare tutto quello che serve. La nascita, dopo poco tempo da questa dichiarazione, del programma OMT (outright monetary transactions), ha ridato fiducia alla zona euro e ha spinto molti investitori “affamati di rendimento” a comprare i titoli di stato di nazioni come l'Italia.

[1] <http://www.mazzieroresearch.com/austerita-e-protezione-sociale-i-nodi-vengono-al-pettine/>

[2] <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/49efbofo-7459-11e2-80a7-00144feabdco.html#axzz2TAtSd8VP>

L'arrivo del Governo Letta dopo mesi di miglioramento dei corsi dei titoli di Stato ha permesso lo sbocciare del movimento anti-austerità. Letta non ha perso tempo per evidenziare la necessità (politica) di: “Un forte impegno in Europa per cambiare quelle politiche troppo attente all'austerità che non sono più sufficienti” [3]. Nella confusione che caratterizzano i primi giorni di questo nuovo governo, si può dire soltanto che l'impegno sembra quello di abbassare le imposte nel momento in cui si spenderà di più. Dovrebbe essere ovvio guardando i dati delle entrate e uscite statali nel 2012 che questa nuova politica porta in una sola direzione: all'aumento del debito pubblico. Inoltre, è inutile parlare dell'insufficienza delle politiche di austerità, dato che non ce ne sono mai state!

È estremamente curioso che, durante il mutamento della politica europea da “austerità” a “crescita”, è stato attaccato lo studio di Reinhart e Rogoff [4], a causa di alcuni errori statistici. Questo studio aveva evidenziato l'importante ruolo giocato dal debito pubblico nel limitare la crescita delle economie, nonché il fatto che, oltre certi limiti, il debito pubblico non è più sostenibile. Alla fine, gli errori statistici non si sono rivelati particolarmente dannosi alle conclusioni più importanti dello studio, ma forse il punto era di screditare l'ortodossia accademica pro-austerità. Bisognava sgombrare la strada per far posto a soluzioni più accettabili a livello politico, anche se, a lungo andare, queste potrebbero rivelarsi molto più dannose.

Andrew Lawford

[3] <http://it.finance.yahoo.com/notizie/letta-impegno-per-cambiare-politiche-113800348.html>

[4] <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/433778c4-b7e8-11e2-9fia-00144feabdco.html#axzz2TAtSd8VP>

Conclusioni

Da ormai sette trimestri il Pil non vede un segno più, il debito pubblico è al massimo storico a 2.035 miliardi, anche il circolante di titoli di Stato è al massimo storico a 1.695 miliardi, mentre la disoccupazione è all'11,5%, con una punta del 38,4% per i giovani da 15 a 24 anni.

Questo è quanto emerge dal decimo Osservatorio sui dati economici italiani, un ritratto del nostro Paese che non lascia spazio ad ottimismo, sebbene i giudizi in ambito europeo si siano notevolmente ammorbiditi negli ultimi tempi.

Alla Mazziero Research sappiamo che la lettura di questo rapporto lascia con l'amaro in bocca, ma soprattutto lascia sconcertati di fronte alle notizie che ci giungono e agli atteggiamenti incongruenti di coloro che guidano le sorti del Paese.

Quali sono le reali condizioni del Paese?

A questa domanda ciascuno dovrà trovare la propria risposta, valutando i dati o prestando attenzione alle dichiarazioni, oppure pensando che le crisi vanno e vengono e l'Italia ce l'ha sempre fatta, sebbene la storia talvolta dica qualcosa di diverso.

Ringrazio Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford che attraverso le pagine degli approfondimenti sono riusciti a fornire una visione di più ampio respiro a questo Osservatorio.

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.

Inoltre, tutti coloro che ci vorranno seguire potranno recarsi nei siti **MazzieroResearch.com** dove potranno trovare gli articoli a firma di Andrew Lawford e mia o **IdeasHaveConsequences.org** dove potranno leggere gli articoli di Leonardo Baggiani e Silvano Fait.

Maurizio Mazziero

Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2012*, aprile 2013
- 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. 70, ottobre 2012
- Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, ottobre 2012
- Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
- Consiglio dei Ministri, *Relazione al Parlamento 2013*, 21 marzo 2013
- Corte dei Conti, *Elementi per l'audizione a Camera e Senato sul Documento di economia e finanza 2013*, 23 aprile 2013
- Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'B-' Outlook Stable*, 14 maggio 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades United Kingdom to 'AA+' Outlook Stable*, 19 aprile 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades Italy to 'BBB+' Outlook Negative*, 8 marzo 2013
- Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB' Outlook Negative*, 8 febbraio 2013
- Fitch, *Debt Limit Suspension Removes Near-Term Risk to U.S. 'AAA'*, 28 gennaio 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades Cyprus to 'B' Outlook Negative*, 25 gennaio 2013
- 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
- International Monetary Found, *World Economic Outlook – Gradual Upturn in Global Growth During 2013*, 23 gennaio 2013
- International Monetary Found, *Italy 2012 Article IV Consultation*, luglio 2012
- International Monetary Found, *Global Financial Stability Report – Restoring Confidence and Progressing on Reforms*, ottobre 2012
- International Monetary Found, *World Economic Outlook – Coping with High Debt and Sluggish Growth*, ottobre 2012
- International Monetary Found, *Concluding Statement of the IMF Mission*, 16 maggio 2012
- Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
- Inps, *Approvato il bilancio di previsione 2013*, 26 febbraio 2013
- Istat, *Annuario Statistico 2010*
- Istat, *Indicatori Demografici – Stime per l'anno 2011*, 27 gennaio 2012
- Istat, *Conti Economici Trimestrali*
- Istat, *Conti Economici Nazionali*, 4 ottobre 2012
- Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
- Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 22 ottobre 2012
- Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*, 6 maggio 2013
- Istat, *Occupati e disoccupati*
- Istat, *Pil e indebitamento AP anni 2010-2011*, 1 marzo 2013
- Istat, *Prezzi al consumo*
- Istat, *Stima preliminare del Pil*, 14 febbraio 2013
- I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*

Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia: economia a fine 2012*, 18 febbraio 2013

Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.*, 20 novembre 2012

Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia economia a metà 2012*, 10 settembre 2012

Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.*, 11 giugno 2012

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, *Comunicato Stampa*, 3 maggio 2013

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza 2012*, 20 settembre 2012

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Documento di Economia e Finanza 2013*, 10 aprile 2013

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 Slovenia's Sovereign Rating to Ba1 from Baa2, Outlook Negative*, 30 aprile 2013

Moody's, *Moody's downgrades Cypriot banks' deposit and senior debt ratings to Caa3 from Caa2; on review for downgrade*, 22 marzo 2013

Moody's, *Moody's affirms Italy's Baa2 government ratings and negative outlook*, 26 aprile 2013

Moody's, *Moody's downgrades UK's government bond rating to Aa1 from Aaa; outlook is now stable*, 22 febbraio 2013

Ocse, *OECD Economic Surveys Italy*, maggio 2013

Ocse, *OECD Economic Outlook*, novembre 2012

Ocse, *Italy Reviving Growth and Productivity*, settembre 2012

Senato della Repubblica, *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2013*, 23 aprile 2013

Standard & Poor's, *Cyprus Long-Term Rating Lowered To 'CCC' On Rising Risks To Financial And Economic Stability; Outlook Negative*, 21 marzo 2013

Standard & Poor's, *Ratings on Ireland affirmed at BBB+/A-2 on stabilizing fiscal and economic environment; outlook negative*, 11 gennaio 2013

Quaderno di Ricerca

Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.

Autori

Per l'Osservatorio *Maurizio Mazziro*

Analista finanziario, Socio ordinario SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto nella costruzione di portafogli diversificati con ETF ed ETC; profondo conoscitore del mercato delle materie prime. Fondatore della Mazziro 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, 16 maggio 2013

Altri articoli e studi sono disponibili ai siti:

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

<http://ideashaveconsequences.org/>

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

*MAZZIERO RESEARCH – Copyright ©2013 – Tutti i diritti riservati
L'utilizzo e la diffusione dello studio è libera purché venga citata la fonte.*