

# Quaderno di Ricerca

## Italia economia a metà 2013

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

**MAZZIERO RESEARCH**

Copyright ©2013 – Tutti i diritti riservati

### Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 5
I contributi per la stabilità	Pag. 7
Le entrate e le uscite	Pag. 8
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 9
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 14
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 15
L'inflazione	Pag. 17
La disoccupazione	Pag. 19
Approfondimenti	Pag. 21
<i>Il focus di IdeasHaveConsequences.org</i>	Pag. 21
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 29
Conclusioni	Pag. 33
Bibliografia	Pag. 34

### **Estratto:**

*L'Osservatorio esamina i dati economici italiani e l'evoluzione trimestrale del debito pubblico, dello stock di Titoli di Stato, delle Riserve ufficiali, della crescita del Pil, dell'inflazione e della disoccupazione.*

### **Abstract:**

*The Observer examines the quarterly evolution of Italy's sovereign debt, its stock of government bonds, official reserves, GDP, inflation and unemployment.*

### **Autori**

<b>Per l'Osservatorio:</b>	Maurizio Mazziero
<b>Per gli Approfondimenti:</b>	Leonardo Baggiani
	Silvano Fait
	Andrew Lawford

## Introduzione

Continua implacabile l'aumento del debito pubblico, trimestre dopo trimestre il nostro studio deve amaramente riportare un nuovo record storico eppure non più tardi di qualche giorno fa chi guida il nostro Governo ha affermato: "I compiti a casa li abbiamo fatti".

Sembrerebbe proprio che in Europa si affaccino i primi segni di ripresa, ma l'Italia, se non ne è esclusa, sicuramente indossa la maglia nera; francamente si fatica a intravedere quella "luce in fondo al tunnel" che più volte ci è stata annunciata e che il cittadino comune ha un po' smesso di cercarla.

Ma il problema non sta nella fiducia degli italiani o nel loro spirito di risollevarsi dalle crisi che ciclicamente hanno attraversato il nostro Paese, ma nella difficoltà di farlo in un ambiente in cui il vento soffia contro, in cui lo Stato dopo anni di sperperi e regalie è alla disperata ricerca di risorse, malgrado queste sottraggano la linfa vitale al tessuto produttivo e sociale.

Sono discorsi già fatti a più riprese nei dieci numeri che hanno preceduto questo Osservatorio; andando a riprendere questi studi – nel sito Mazziero Research sono tutti disponibili – quello che colpisce è che passano i trimestri ma la situazione dell'Italia resta difficile e ancora oggi la classe che guida il Paese sembra perlopiù impegnata in discussioni che poco hanno a che fare con il futuro dei cittadini.

Nelle pagine che seguono vengono analizzati in dettaglio i dati economici italiani, anche in questo numero abbiamo cercato di rendere più schematica possibile la consultazione dei dati e contenere la sezione dedicata al commento; nella sezione degli Approfondimenti vengono poi analizzati in profondità alcuni aspetti in cui raramente si addentrano anche le testate più attente ai temi economici.

Relativamente ai commenti, questi non riflettono necessariamente l'opinione di tutti gli autori dell'Osservatorio; ciascuno è strettamente responsabile della parte di propria competenza.

Come sempre desidero ringraziare Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford per la loro opera di supporto e il prezioso lavoro nella cura 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	Caa3	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	AA+	Stabile	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	BBB+	Negativo	Ba1	Negativo	NA	NA
Spagna	BBB-	Negativo	BBB	Negativo	Baa3	Negativo	A	Negativo
Stati Uniti	AA+	Stabile	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

- 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.
- 17 maggio 2013, Fitch declassa la Slovenia da A- ad BBB+, outlook negativo.
- 3 giugno 2013, Fitch declassa Cipro da B a B-, outlook negativo.
- 5 luglio 2013, S&P modifica l'outlook del Portogallo da stabile a negativo.
- 9 luglio 2013, S&P declassa l'Italia da BBB+ a BBB, outlook negativo.
- 12 luglio 2013, Fitch declassa la Francia da AAA ad AA+, outlook stabile.
- 15 luglio 2013, Fitch declassa l'EFSF da AAA ad AA+.
- 18 luglio 2013, Moody's modifica l'outlook degli Stati Uniti da stabile a negativo.

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**

Sono numerose le modifiche di rating o di outlook delle agenzie di valutazione che sono state annunciate dalla nostra precedente pubblicazione; alcune di queste sono eclatanti come la perdita della tripla A francese da parte di Fitch e la modifica di outlook degli Stati Uniti da stabile a negativo da parte di Moody's.

La perdita della tripla A della Francia ha comportato inoltre la revisione al ribasso per l'European Financial Stability Facility (EFSF) dato che le emissioni di strumenti di debito da parte dell'organismo di stabilità non sono pienamente garantite dallo stesso, ma apportano una garanzia implicita da parte dei singoli stati.

Revisione in ribasso del rating anche per l'Italia da parte di S&P che ha declassato il nostro paese da BBB+ a BBB; il nostro paese si trova ora a solo due gradini dalla valutazione del proprio debito come obbligazioni spazzatura.

Le motivazioni riportate da Standard&Poor's comprendono un aggravamento del rapporto debito/Pil, che dovrebbe avvicinarsi al 129% secondo le previsioni degli analisti dell'agenzia S&P, e una carenza di crescita, che secondo le stime si manterrà negativa nell'anno in corso per l'1,9%.

In tali condizioni, il debito non potrà iniziare a scendere fintanto che l'avanzo primario (al netto della spesa per interessi) non raggiungerà il 5% del Pil.

Persiste per S&P la negatività dell'outlook nei confronti del nostro Paese, che indica una probabilità del 33% che il rating possa essere ulteriormente abbassato nel 2013 o nel 2014.

## Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2012		2013	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
<b>Gennaio</b>	1.943.349	36.612	2.022.719	34.341
<b>Febbraio</b>	1.936.240	-7.109	2.017.615	-5.104
<b>Marzo</b>	1.954.489	18.249	2.034.725	17.110
<b>Aprile</b>	1.957.411	2.922	2.041.284	6.559
<b>Maggio</b>	1.974.718	17.307	2.074.558	33.274
<b>Giugno</b>	1.982.230	7.512	2.075.117	559
<b>Luglio</b>	1.977.485	-4.745		
<b>Agosto</b>	1.975.632	-1.853		
<b>Settembre</b>	1.995.143	19.511		
<b>Ottobre</b>	2.014.693	19.550		
<b>Novembre</b>	2.020.668	5.975		
<b>Dicembre</b>	1.988.363	-32.305		
<b>Incremento</b>		<b>81.626</b>		<b>86.739</b>

*Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2012 al 2 trim. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### I fatti

- Debito a fine giugno 2013: 2.075 miliardi, nuovo massimo storico.
- L'incremento del debito da inizio 2013 è di 86,7 miliardi.
- L'incremento del debito nei primi 6 mesi del 2013 è superiore all'aumento del debito dell'intero 2012.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente al 31 dicembre 2012, è di 34.761 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 775 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 59,58%, il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 28,80%.

### Il commento

Nuovo record storico per il debito pubblico italiano, con un'impressionante incremento nella velocità di crescita.

Ormai giunto a 2.075 miliardi, ha totalizzato nei primi sei mesi di quest'anno un incremento superiore a quello dell'intero anno 2012; dato che sarà abbastanza difficile che in ogni mese del secondo semestre si possa registrare un calo è ormai abbastanza probabile che quest'anno l'aumento del debito possa superare i 100 miliardi di euro.

#### Stime debito pubblico nei mesi di luglio e agosto

Secondo le stime Mazziere Research il debito pubblico potrebbe restare pressoché invariato a luglio a 2.075 miliardi, mentre la rilevazione di agosto dovrebbe portare un po' di ossigeno con un calo compreso tra i 10 e i 12 miliardi circa.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflazione
<b>Anno 2000</b>	1.300.341			2,60%
<b>Anno 2001</b>	1.358.333	57.993	4,46%	2,70%
<b>Anno 2002</b>	1.368.512	10.179	0,75%	2,40%
<b>Anno 2003</b>	1.393.495	24.984	1,83%	2,50%
<b>Anno 2004</b>	1.444.604	51.108	3,67%	2,00%
<b>Anno 2005</b>	1.512.779	68.176	4,72%	1,70%
<b>Anno 2006</b>	1.582.009	69.230	4,58%	2,00%
<b>Anno 2007</b>	1.598.971	16.963	1,07%	1,70%
<b>Anno 2008</b>	1.663.452	64.481	4,03%	3,20%
<b>Anno 2009</b>	1.761.229	97.777	5,88%	0,70%
<b>Anno 2010</b>	1.851.217	89.988	5,11%	1,60%
<b>Anno 2011</b>	1.906.737	55.520	3,00%	2,70%
<b>Anno 2012</b>	1.988.363	81.626	4,28%	3,00%
<b>1 Trim. 2013</b>	2.034.725	46.362	2,33%	
<b>2 Trim. 2013</b>	2.075.117	40.392	1,99%	
<b>Incremento</b>		<b>774.776</b>	<b>59,58%</b>	<b>28,80%</b>

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 2 trim. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Per quanto riguarda le contribuzioni agli organismi di salvataggio comunitari l'Italia ha versato circa 10 miliardi per prestiti bilaterali, 32 miliardi nei confronti dell'EFSF e 8,6 miliardi per il nuovo organismo ESM (si veda anche la sezione dedicata più avanti). L'European Stability Mechanism dovrebbe raggiungere nel tempo una dotazione di 700 miliardi (la quota iniziale di 250 miliardi è stata ritenuta insufficiente) e la quota di competenza del nostro paese è del 17,9137% pari a 125,396 miliardi. Tali importi saranno raggiunti in parte mediante finanziamenti diretti e in parte attraverso l'emissione di obbligazioni garantite dagli stati.

Secondo le previsioni ufficiali il nostro contributo complessivo per questi organismi salirà a oltre 55 miliardi nell'anno in corso e a quasi 62 nel 2014.

Tutte queste contribuzioni aggravano a loro volta il livello di indebitamento e insieme alla questione del pagamento dei debiti verso le imprese rendono sempre più arduo il raggiungimento del pareggio di bilancio, prescritto dalla Costituzione dal 2014, e il rispetto del programma di rientro dettato dal Fiscal Compact (riduzione del debito al di sotto del 60% in 20 anni a partire dal 2016).

## I contributi per la stabilità

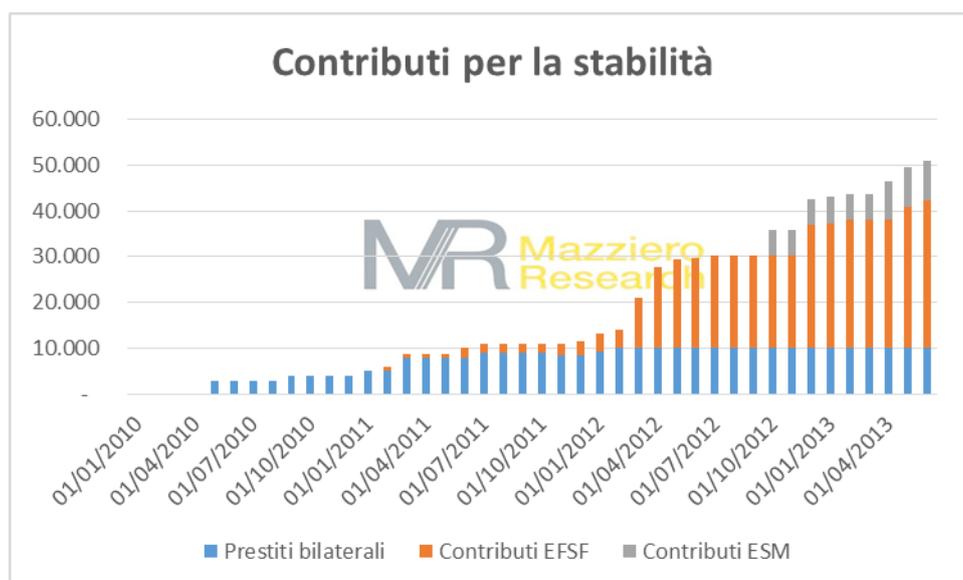
Nella **Tabella 5** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia.

Prestiti bilaterali	Contributi EFSF	Contributi ESM	Totale
10.008	32.232	8.599	50.839

*Tabella 5: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia al 2 trim. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

**Prestiti bilaterali:** sono prestiti effettuati dall'Italia direttamente alla Grecia.  
**Contributi EFSF:** versamenti al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.  
**Contributi ESM:** versamenti al Meccanismo Europeo di Stabilità, sostituirà a regime l'EFSF.

La **Figura 1** mostra la progressione dei prestiti e dei contributi versati dall'Italia a partire dal 2010; la cifra complessiva ha ormai raggiunto quasi 51 miliardi di euro.



*Figura 1: Progressione contributi versati dall'Italia al 2 trim. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2012			2013		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
<b>Gennaio</b>	31.808	20.658	11.150	32.034	18.122	13.912
<b>Febbraio</b>	27.784	33.632	-5.848	29.140	40.383	-11.243
<b>Marzo</b>	28.729	43.038	-14.309	30.022	46.050	-16.028
<b>Aprile</b>	29.791	36.410	-6.619	32.993	46.978	-13.985
<b>Maggio</b>	37.475	53.901	-16.426	33.436	30.389	3.047
<b>Giugno</b>	41.047	29.178	11.869	50.759	58.801	-8.042
<b>Luglio</b>	43.413	54.115	-10.702			
<b>Agosto</b>	37.152	28.421	8.731			
<b>Settembre</b>	23.915	25.131	-1.216			
<b>Ottobre</b>	32.718	37.369	-4.651			
<b>Novembre</b>	39.461	75.105	-35.644			
<b>Dicembre</b>	79.725	73.131	6.594			
<b>Incremento</b>	<b>453.018</b>	<b>510.089</b>	<b>-57.071</b>	<b>208.384</b>	<b>240.723</b>	<b>-32.339</b>

Tabella 6: Andamento entrate e uscite statali dal 2012 al 2 trim. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Nei primi 6 mesi del 2013 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 32,34 miliardi.
- Il disavanzo nel 2012 era stato di 57,07 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 6 mesi del 2013 è stata di 34,7 miliardi
- La media mensile delle entrate nei primi 6 mesi del 2012 è stata di 32,8 miliardi
- La media mensile delle uscite nei primi 6 mesi del 2013 è stata di 40,1 miliardi
- La media mensile delle uscite nei primi 6 mesi del 2012 è stata di 36,1 miliardi
- Le entrate tributarie nei primi 7 mesi del 2013 sono aumentate dell'1,2% rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente (Fonte MEF)

### Il commento

La **Tabella 6** riporta l'andamento delle entrate e delle uscite dal 2012 a metà 2013; si precisa che per entrate si intendono gli incassi, compresi i flussi derivanti dalle entrate tributarie, e per uscite i flussi dei pagamenti effettuati. Trattandosi di flussi e non di somme impegnate il saldo non corrisponde alla variazione del debito della **Tabella 3**; nel conteggio inoltre non vengono comprese le entrate contributive e le prestazioni previdenziali.

Nell'esame degli andamenti medi è possibile riscontrare che se è vero che la media mensile delle uscite è superiore a quella del 2012, anche la media mensile delle entrate appare maggiore.

Nella **Tabella 7** viene riportato lo scostamento tra la media delle entrate e delle uscite mensili e come si può notare ne risulta una differenza negativa di 2 miliardi, il che dimostra come le uscite stiano aumentando a un ritmo maggiore rispetto alle entrate.

Entrate	Uscite	Differenza
1.958	3.984	-2.026

Tabella 7: Scostamento su media entrate e uscite mensili del 2012 del 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

## 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%
2 Trim. 2013	1.727.289	6,46	NA	NA
Luglio 2013	1.727.313	6,45	NA	NA
Agosto 2013	1.715.479	6,47	NA	NA

*Tabella 8: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad agosto 2013  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

### I fatti

- Circolante titoli di Stato ad agosto 2013 pari a 1.715 miliardi
- Circolante titoli di Stato a luglio 2013 pari a 1.727 miliardi, nuovo massimo storico.
- Vita media residua a 6,47 anni.
- Tassi di interesse medi ad agosto: BOT 0,97%, BTP 3,92%, CCT 2,09%.

### Il commento

Nei primi sei mesi del 2013 si è assistito a un forte incremento del circolante di titoli di Stato, questo per far fronte al forte aumento del debito pubblico; sebbene i tassi siano diminuiti rispetto al 2012, questo aspetto potrebbe pesare sulla quota di spesa destinata a interessi nel 2013.

Secondo una notizia rilasciata da Reuters il 30 agosto, il Dipartimento del Tesoro potrebbe trovarsi di fronte alla necessità di incrementare le emissioni di circa 10 miliardi, in aggiunta al normale turnover dei titoli circolanti, al fine di trovare le risorse per il pagamento dei debiti della Pubblica Amministrazione nei confronti delle imprese private.

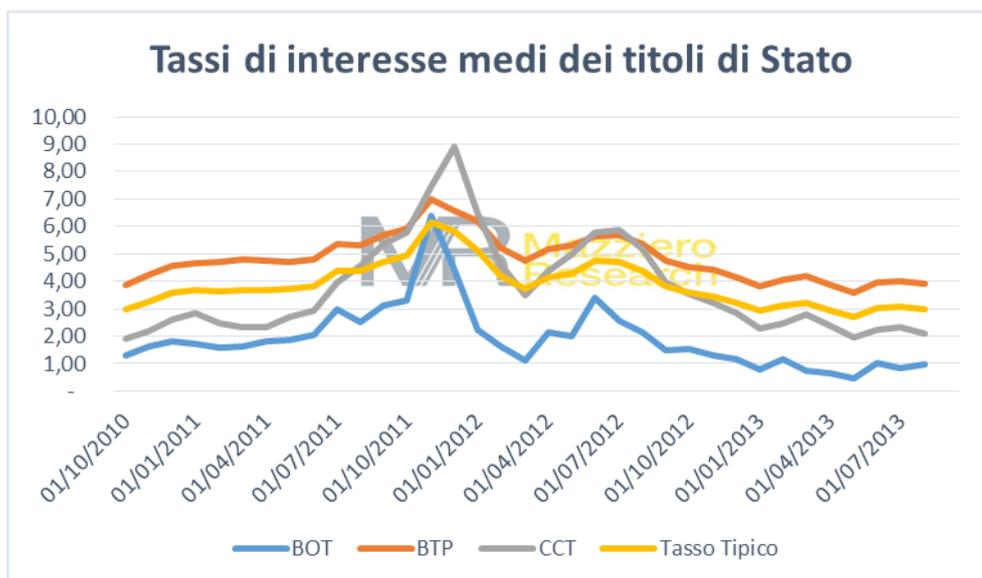
In pratica lo Stato si troverebbe nella condizione di saldare alcuni debiti creando altri debiti e le emissioni di quest'anno inizialmente previste in 450 miliardi salirebbero a 460.

Questo dato ci permette anche di calcolare l'incidenza annuale di un incremento dei tassi richiesto dai mercati, un aspetto che si ripercuote sulle nuove emissioni e parzialmente sulle cedole dei titoli a tasso variabile.

Per ogni punto percentuale di aumento di interesse richiesto dal mercato il nostro Paese si troverebbe nella condizione di spendere dai 5 ai 5,5 miliardi in più nell'arco di un anno, con un aggravio del rapporto debito/Pil di circa lo 0,3%.



*Figura 2: Circolante di Titoli di Stato dal 2009 ad agosto 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*



*Figura 3: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da dic. 2010 ad agosto 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Nella **Figura 2** si può osservare la progressione dell'ammontare del circolante di titoli di Stato dal 2009 ad oggi, mentre la **Figura 3** riporta l'andamento dei tassi di interesse medi sui titoli di Stato in emissione.

Nel grafico viene riportato anche un Tasso Tipico che costituisce la media ponderata dei tassi in base alla suddivisione della tipologia di titoli di Stato circolanti, riportati nella **Figura 7**.

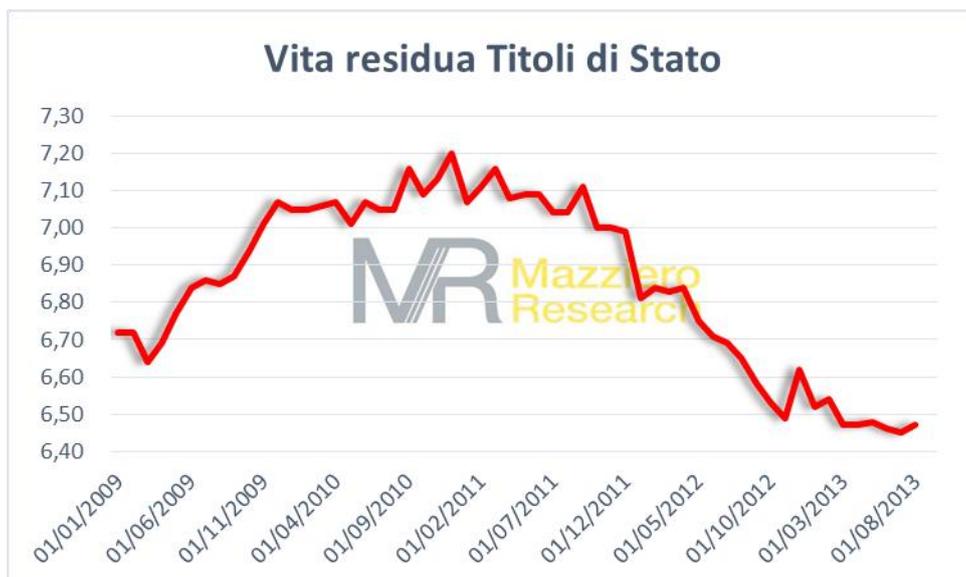


Figura 4: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2009 ad agosto 2013  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Nella **Figura 4** viene riportata la vita media dei titoli di Stato, possiamo osservare come sia in continua contrazione da circa tre anni, solo ad agosto 2013 si è avuto un lievissimo aumento; questo aspetto potrebbe penalizzare le future emissioni dato che potrebbero non presentare più le attuali condizioni favorevoli di bassi tassi di interesse.

La **Figura 5** mostra l'ammontare in scadenza sino a giugno 2014, è possibile notare come i mesi di novembre e dicembre risultino piuttosto gravosi in termini di rinnovi. Nella **Figura 6** invece viene riportato il piano delle scadenze sino al 2025, la barra relativa all'anno in corso riporta in grigio l'ammontare di titoli già scaduti alla fine di agosto.

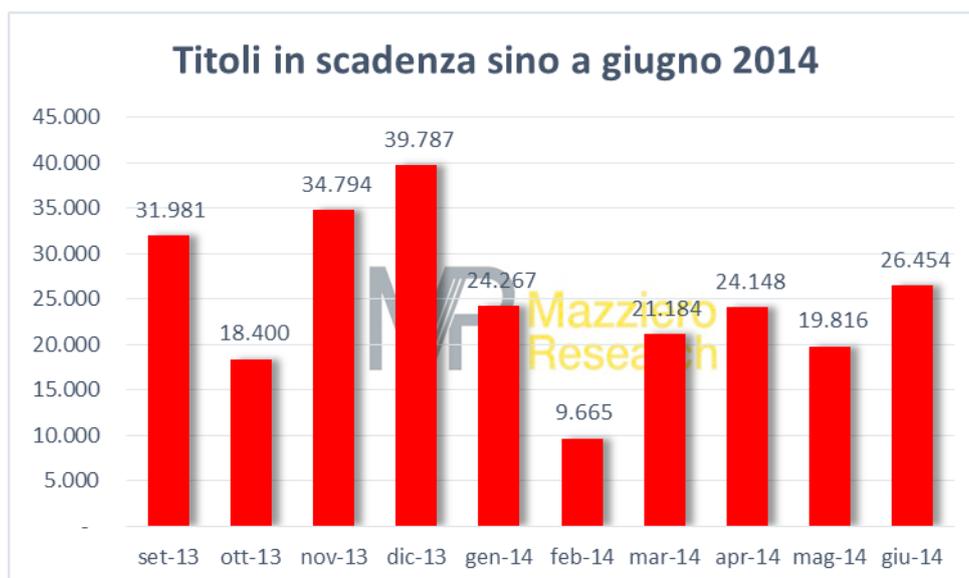
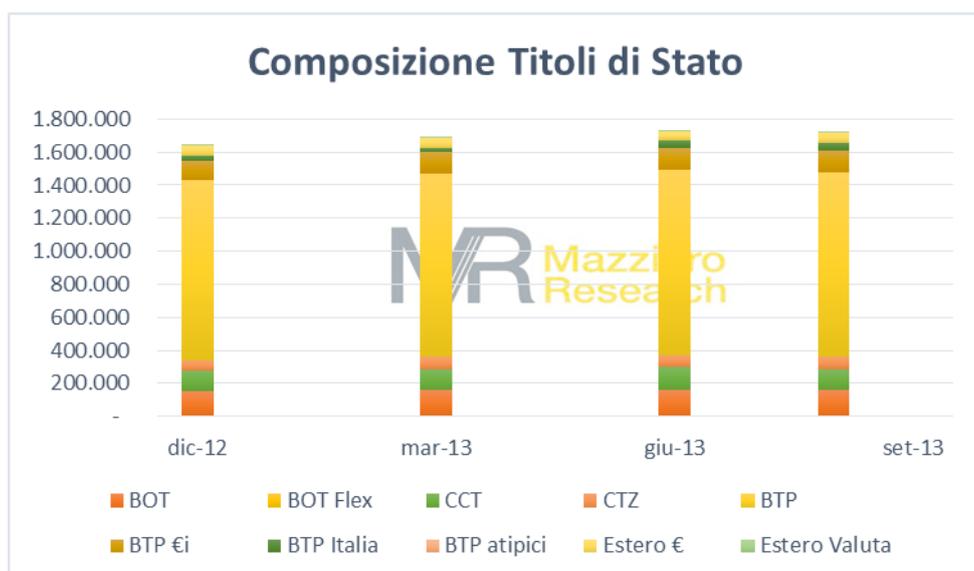


Figura 5: Titoli di Stato in scadenza sino a giugno 2014  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)



*Figura 6: Titoli di Stato in scadenza sino al 2025  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*



*Figura 7: Tipologia dei Titoli di Stato da dic. 2012 ad ago. 2013  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
156.759	5.500	122.099	78.099	1.117.518
BTP €i	BTP Italia	BTP atipici	Estero €	Estero Valuta
132.238	44.266	563	56.737	1.700

*Tabella 9: Composizione dei Titoli di Stato ad agosto 2013 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

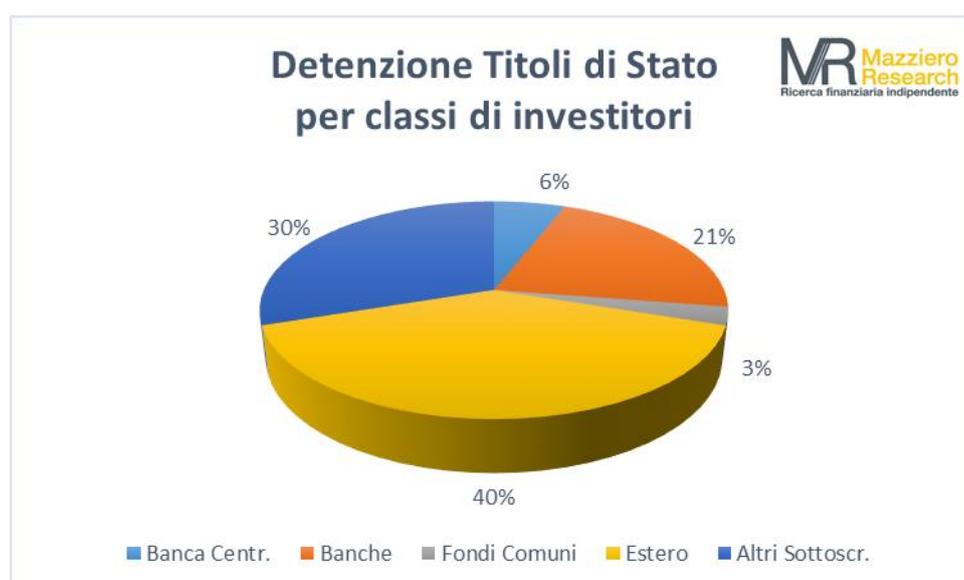


*Figura 8: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato da dic. 2012 ad ago. 2013  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

La **Figura 9** presenta la suddivisione della detenzione di Titoli di Stato per classi di investitori a febbraio 2013, mentre la **Figura 10** mostra la variazione nel tempo a partire da dicembre 2010.

Si può quindi osservare che da dicembre 2010 a febbraio 2013 la percentuale di detenzione da parte degli investitori esteri, e più moderatamente da parte dei fondi comuni, è diminuita, mentre è aumentata la partecipazione delle banche e degli investitori generici; si deve precisare che in tali soggetti vengono ricompresi anche gli istituti di previdenza e di assicurazione.

In seguito alle operazioni Outright Monetary Transactions (OMT) la detenzione da parte della Banca Centrale è aumentata nel corso del 2011 passando dal 4 al 6%.



*Figura 9: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori a feb. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

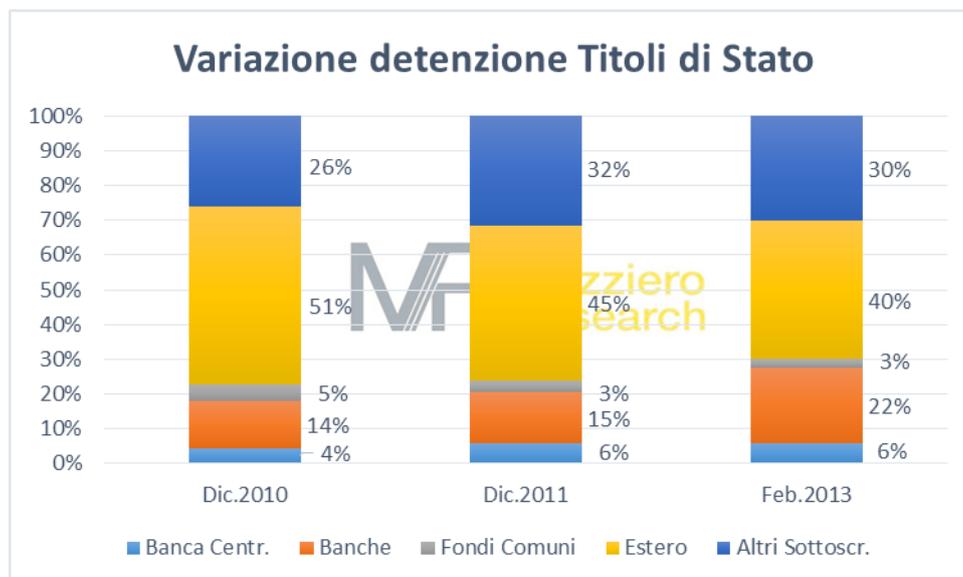


Figura 10: *Variazione nelle classi di detenzione di Titoli di Stato da dic. 2010 a feb. 2013 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	26.738		22%
Riserve verso FMI	4.689		4%
Diritti speciali prelievo	7.020		6%
Oro	83.073		68%
Altre attività di riserva	-		
		121.520	100%
Altre attività in valuta estera	903	903	

Tabella 10: *Riserve Banca d'Italia ad agosto 2013 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### I fatti

- Le riserve ufficiali ad agosto 2013 ammontano a 121,5 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad aprile 2013 è negativa per circa 6 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 68% delle riserve totali.

### Il commento

Il forte ridimensionamento delle riserve è principalmente connesso alla brusca diminuzione del prezzo dell'oro nel secondo trimestre del 2013; la variazione è stata ancor più profonda nel mese di giugno quando le riserve ammontavano a 110 miliardi, 11 in meno rispetto al valore attuale.

## 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)	1.545.559	-20.357	-1,30%	2.030.865	2,90%	131,40%
Anno 2014 (st.UE)	1.556.378	10.819	0,70%	2.057.532	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)	1.537.730	-28.186	-1,80%	2.022.114	3,00%	131,50%
Anno 2014 (st.OCSE)	1.543.880	6.151	0,40%	2.071.888	2,30%	134,20%

Il Pil indicato dal DEF è in termini nominali.

*Tabella 11: 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

- Nel primo trimestre il Pil è sceso: dello 0,6% rispetto al trimestre precedente; del 2,4% rispetto al 1° trimestre del 2012.
- Nel secondo trimestre il Pil è sceso: dello 0,3% rispetto al trimestre precedente; del 2,1% rispetto al 2° trimestre del 2012.
- La variazione del Pil acquisita per il 2013 è pari al -1,8%.

### Il commento

Il Prodotto Interno Lordo trimestrale continua a mantenersi negativo, seppur con una minore intensità; si tratta ormai dell'ottavo trimestre consecutivo di crescita negativa. La **Figura 11** ne riporta l'andamento mostrando nel contempo come l'attuale volume di produzione sia inferiore di un 4% rispetto al livello di inizio 2005.

Questi segni evidenti di un'economia che rimane asfittica si ripercuotono negativamente sui parametri relativi ai conti pubblici, in particolare al rapporto debito/Pil (si veda la **Tabella 11**).

Anni	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	-0,6%	-0,3%				

**Legenda colori**

**Variazione Trimestrale**

<-0,2	-0,2<>0,2	>0,2
-------	-----------	------

**Variazione Annuale**

<-0,8	-0,8<>0,8	>0,8
-------	-----------	------

*Tabella 12: Pil trimestrale dal 2005 al 2 trim 2013  
(Elaborazione su dati Istat)*

Per quanto riguarda le varie componenti del Pil, rispetto al trimestre precedente, i principali aggregati della domanda interna (consumi finali nazionali e investimenti fissi lordi) sono diminuiti entrambi dello 0,3%, mentre le esportazioni sono aumentate dell'1,2%. Le importazioni hanno registrato una flessione dello 0,3%.

Raffrontando l'andamento del secondo trimestre negli altri paesi, il Pil è cresciuto in termini percentuali dello 0,7% in Germania e nel Regno Unito, dello 0,6% negli Stati Uniti e in Giappone e dello 0,5% in Francia. In termini tendenziali, si è registrato un aumento dell'1,6% negli Stati Uniti, dell'1,5% nel Regno Unito, dello 0,9% in Giappone, dello 0,5% in Germania e dello 0,3% in Francia. Nel complesso, il Pil dei paesi dell'area Euro è aumentato dello 0,3% rispetto al trimestre precedente ed è diminuito dello 0,5% nel confronto con lo stesso trimestre del 2012.



*Figura 11: Andamento trimestrale del Pil dal 2005 al 2 trim 2013  
(Elaborazione su dati Istat)*

## L'inflazione



Figura 12: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2010 ad agosto 2013  
(Elaborazione su dati Istat)

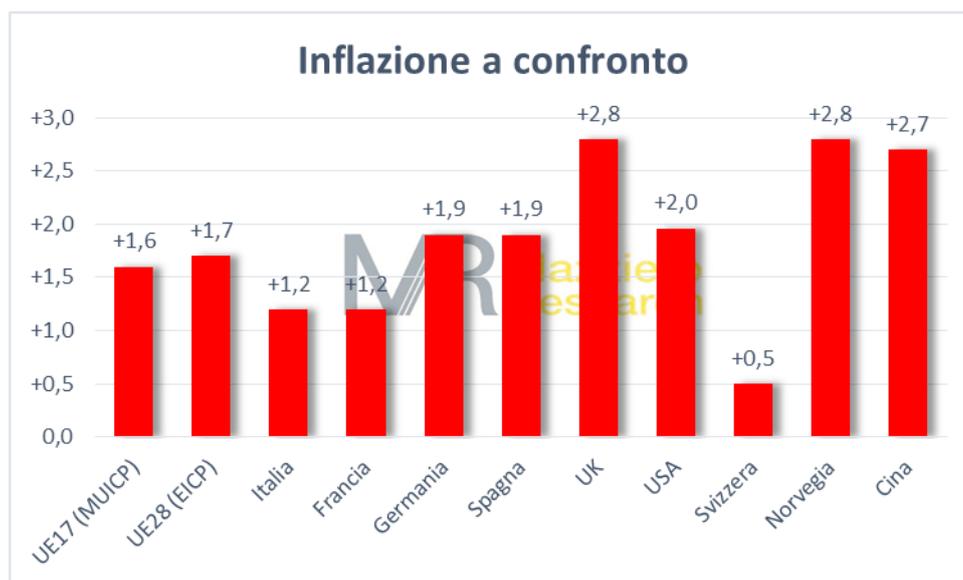
### I fatti

- Il tasso annuo di inflazione ad agosto è pari all'1,2%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2013 è pari all'1,3%.
- L'indice armonizzato dei prezzi al consumo, a base 100 nel 2005, è pari a 117,9, -1,9 punti rispetto alla lettura di 119,8 di aprile.

### Il commento

Pur mantenendo una tendenza di lungo termine crescente l'inflazione in Italia resta molto contenuta, segno evidente di una contrazione dei consumi.

Ciò nonostante l'andamento dell'inflazione mantiene la sua abituale ciclicità stagionale ed è probabile che tornerà a salire nei prossimi mesi, sospinta principalmente dall'aumento dei prodotti energetici.



*Figura 13: Confronto del livello annuo di inflazione fra vari paesi (Elaborazione su dati Eurostat)*

La **Figura 13** presenta il confronto del livello di inflazione fra diversi paesi, si può osservare come il nostro Paese, al pari della Francia, presenti un valore ben al di sotto della media europea.

Particolarmente curiosa la parità dei valori fra Germania e Spagna, due economie che presentano uno stato di salute agli antipodi; resta costantemente più alto della zona europea invece il tasso di inflazione del Regno Unito, che continua a mostrare un'economia vivace.

### **Inflazione acquisita**

Indica la variazione media annua dell'indice ipotizzando che l'indice mantenga, nei restanti mesi dell'anno, il medesimo valore dell'ultimo dato mensile disponibile.

### **IPCA**

Indice armonizzato dei prezzi al consumo per i Paesi dell'Unione europea.

## La disoccupazione



Figura 14: Disoccupazione in Italia da gennaio 2011 a luglio 2013  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

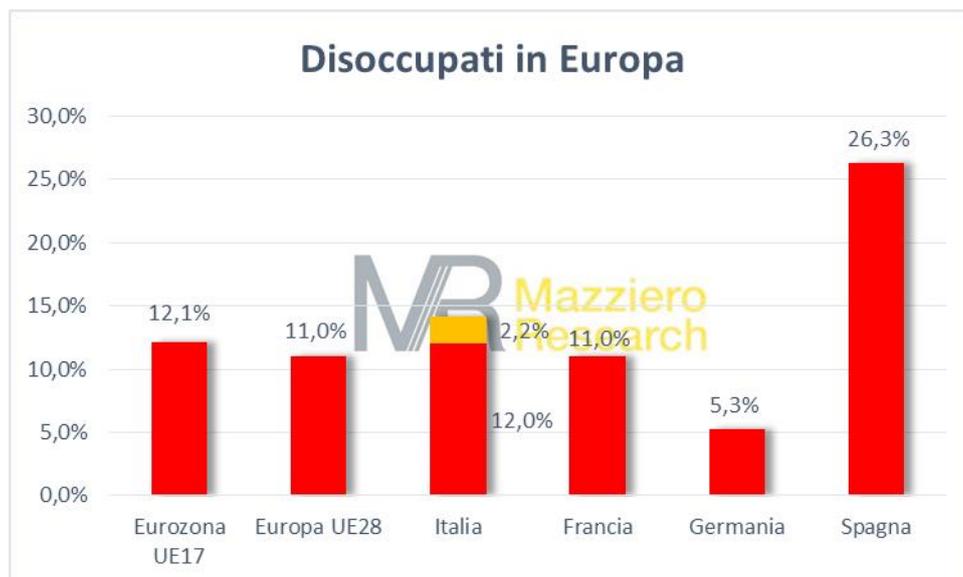
- Disoccupazione: 12,0% a luglio; +1,3% rispetto all'anno precedente.  
39,5% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni.
- Tasso di occupazione: 55,9% della popolazione in età attiva.
- Cassa integrazione: da gennaio ad agosto autorizzate 701 milioni di ore.
- Aumento del 12,4% le domande di disoccupazione e mobilità rispetto ad agosto 2012.

### Il commento

Continua a mantenersi su livelli elevati la disoccupazione, seppur lievemente in calo rispetto al valore massimo raggiunto a maggio 2013 (12,2%).

In costante aumento invece la disoccupazione giovanile che ha ormai raggiunto il 39,5%; proprio questo dato ha raggiunto un picco isolato nel mese di aprile con un valore del 40,5%.

Le ore autorizzate di Cassa Integrazione contribuiscono per un ulteriore 2,2%; pertanto se si dovesse sommare tale percentuale con quella dei disoccupati si raggiungerebbe la quota del 14,2%. I dati sopra riportati si riferiscono al totale degli interventi sotto la voce Cassa Integrazione Guadagni (CIG).



*Figura 15: Disoccupazione in Europa a luglio 2013  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

La **Figura 15** pone a confronto i valori di disoccupazione tra i paesi europei, l'Italia pur rientrando nella media europea la supera abbondantemente una volta sommata la componente di Cassa Integrazione.

La Germania conserva una disoccupazione ai minimi termini, pari al 5,3%, mentre inizia a raggiungere dei livelli di allarme in Francia (11,0%); maglia nera invece per la Spagna che resta su livelli preoccupanti per la tenuta sociale (26,3%).

La Grecia non sta fornendo ultimamente i dati sulla disoccupazione, le ultime rilevazioni relative al mese di maggio riportavano un valore del 27,6%.

La **Cassa Integrazione Guadagni (CIG)** suddivide i suoi interventi in:

**Cassa Integrazione Guadagni Ordinaria (CIGO)** corrisposta a fronte di eventi transitori non imputabili all'azienda, in genere le crisi di mercato. Il trattamento è a carico dell'Inps ed è finanziato tramite un contributo delle aziende sul monte salari (1,90% per le aziende fino a 50 dipendenti, 2,20% oltre per quelle oltre le 50 unità).

**Cassa Integrazione Guadagni Straordinaria (CIGS)** corrisposta nei casi di ristrutturazione, crisi aziendale, fallimento e liquidazione. Il trattamento è a carico del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali ed è parzialmente finanziato con un contributo dei datori di lavoro (0,60%) e dei dipendenti (0,30%) destinati al trattamento.

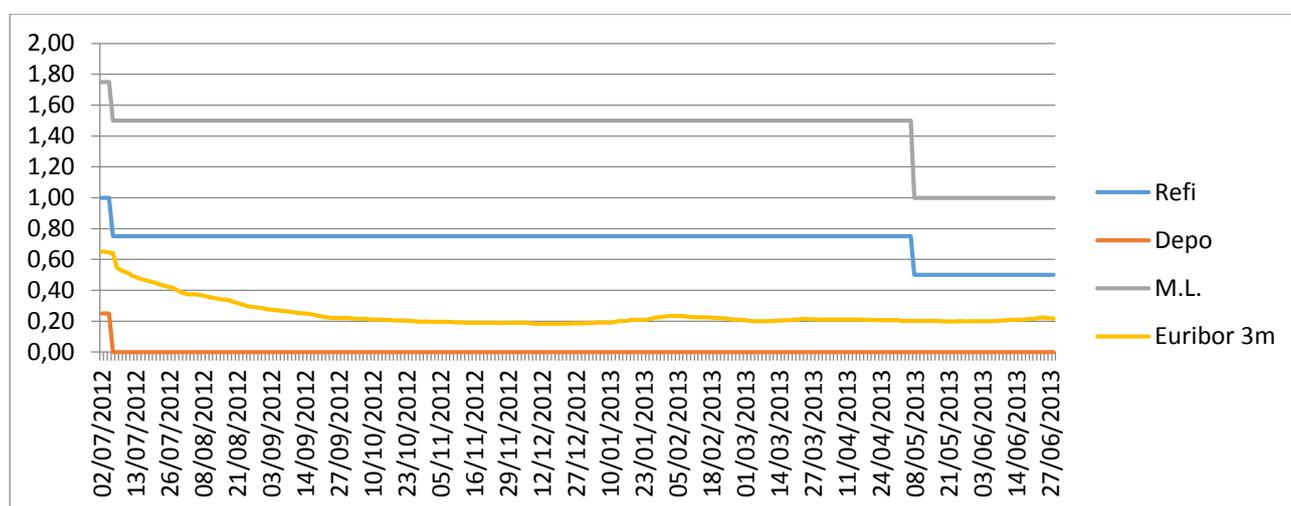
**Cassa Integrazione Guadagni in Deroga (CIGD)** corrisposta ai lavoratori esclusi dalla normativa della CIG e che hanno esaurito gli interventi ordinari (indennità di disoccupazione). Il trattamento all'integrazione salariale è a carico del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali ed è autorizzato dalla Regione.

## Approfondimenti

### Il focus di IdeasHaveConsequences.org

#### Mercato monetario II trimestre 2013

Nel secondo trimestre 2013 la Banca Centrale Europea ha ridotto il tasso di rifinanziamento portandolo dallo 0,75% allo 0,50%. La politica monetaria rimane relativamente accomodante con tassi di interesse ai minimi storici. Tuttavia le aspettative degli operatori puntavano ad un'azione più aggressiva da parte della BCE: un ulteriore ribasso allo 0,25% sembra possibile ma non scontato ed in ogni caso rimandato eventualmente alla fine del 2013.



L'euribor a 3 mesi ha proseguito la sua discesa e si è stabilmente attestato attorno allo 0,20%. Il mercato interbancario rimane sottile data la situazione degli istituti di credito. Per il prossimo futuro è probabile attendersi come maggiormente significativi l'andamento e le condizioni praticate nelle operazioni di pronti contro termine tra banche (REPOs).

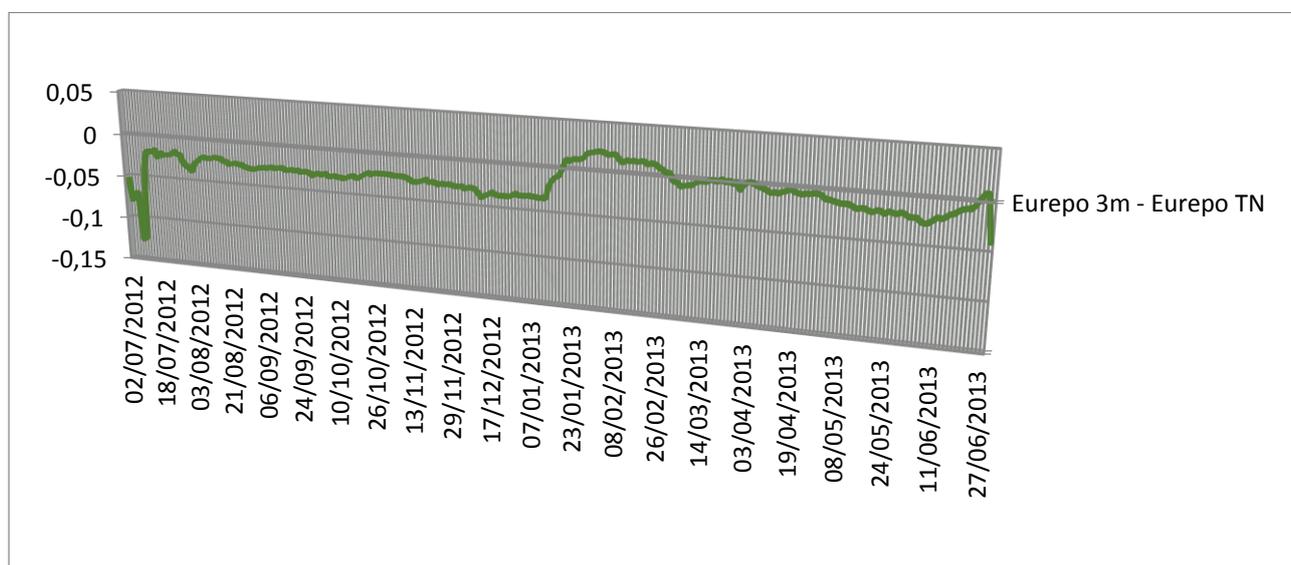
Per assicurare un adeguato meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'interno dell'area euro è necessario che il livello di frammentazione e segmentazione dei mercati nazionali declini ulteriormente e che le banche procedano a rafforzare la base patrimoniale allineandosi gradualmente agli standard richiesti da Basilea III. Alcuni progressi in questo senso si sono visti con il progressivo rimborso delle operazioni di rifinanziamento a tre anni (LTROs) anche se questo procede con rilevanti differenze su basi nazionali. Tuttavia la

congiuntura economica rende estremamente improbabile processi di ricapitalizzazione non supportati da interventi statali.

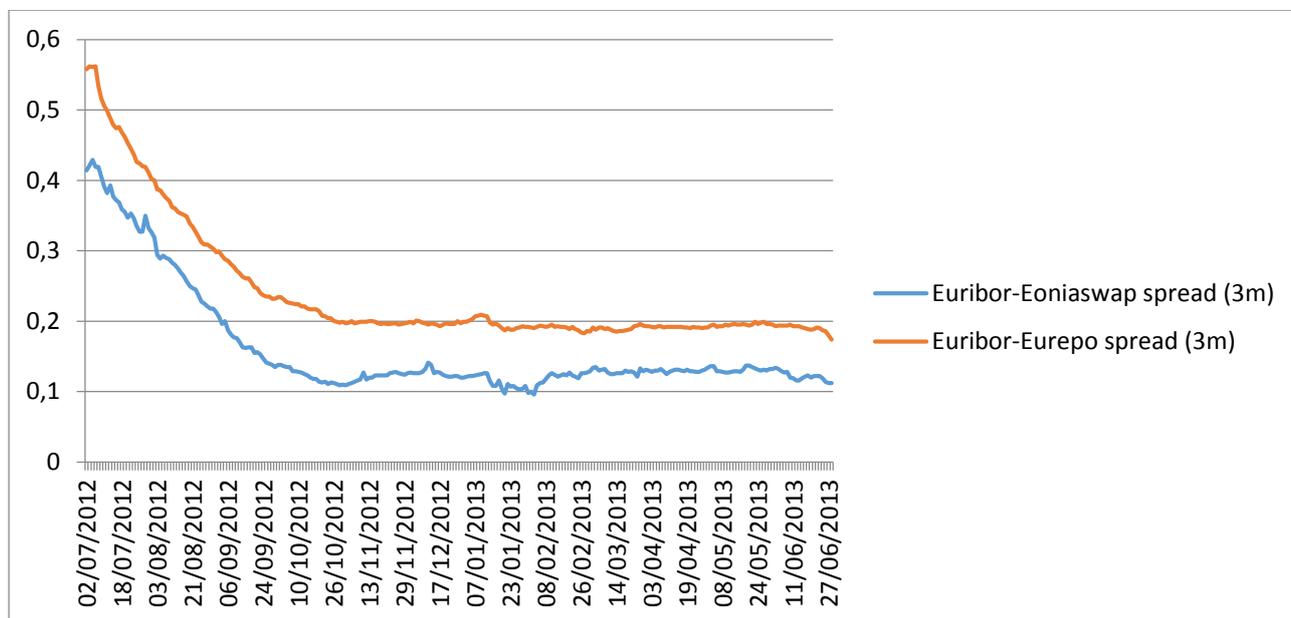
L'andamento del credito al settore privato è rimasto debole per tutta la durata del trimestre. Ad aprile il tasso di crescita delle erogazioni al settore finanziario è passato al -1,9% dal precedente -1,3% di marzo. Dai dati disaggregati forniti dalla Banca Centrale Europea si ricava una riduzione degli impieghi di capitale circolante alle imprese mentre l'evoluzione dei prestiti alle famiglie si mantiene in territorio positivo seppur a livelli estremamente contenuti (+0,3% annuale ad aprile).

Tuttavia i dati relativi al commercio internazionale e gli indicatori anticipatori dell'OECD fanno pensare ad un inizio di ripresa per il secondo semestre del 2013, ripresa che dovrebbe essere comunque modesta e con una considerevole dispersione nei tassi di crescita all'interno dell'area Euro.

Si ripropone il fenomeno della curva dei tassi di interesse inclinata negativamente per quanto riguarda le operazioni di pronti contro termine (REPOs) entro i 12 mesi. La differenza nei tassi tra le operazioni a 3 mesi e quelle a un giorno è in territorio negativo. Da sottolineare tuttavia una differenza rispetto a quanto verificatosi nel IV trimestre 2012 e nel I trimestre 2013: i tassi sull'Eurepo sia a 3 mesi che TN (Tomorrow Next) sono tornati entrambi positivi, segno questo di una riduzione del cosiddetto "collateral shortage" verificatosi nei sei mesi precedenti e di un lieve miglioramento delle condizioni del mercato interbancario relativamente alle operazioni in pronti contro termine.



Il programma STEP (Short Term European Paper) posto in essere dalla BCE e dalle varie Banche Centrali Nazionali per garantire liquidità a fronte di Covered Bonds (titoli emessi e garantiti da crediti concessi dalle banche alla clientela) o Certificati di Deposito pur aumentando i rischi in capo al bilancio della Banca Centrale Europea (la quale rischia di trovarsi nella posizione di non poter non concedere liquidità a banche di dimensioni rilevanti anche in presenza di attivi deteriorati) è riuscito a ridurre rischi sistemici di liquidità come rilevabile dalla normalizzazione dei differenziali tra Euribor a 3 mesi, Eoniaswap ed Eurepo.



Persistono contrasti per quanto riguarda la definizione dei dettagli d'implementazione del progetto di Unione Bancaria su cui i ministri delle Finanze della UE hanno trovato un accordo di massima il 13 dicembre 2012. Oltre alla definizione delle modalità di supervisione sono oggetto di trattativa le modalità di risoluzione degli istituti in crisi con particolare riferimento alla necessità di subordinare forme di intervento comunitario ad hair cut nei confronti dei creditori subordinati e senior. Il rischio evidente è che il mercato continui a percepire le banche come implicitamente garantite dai rispettivi stati nazionali. Tuttavia il valore implicito di tale garanzia è fortemente asimmetrico dato il diverso stato delle finanze pubbliche all'interno dell'eurozona e decisamente prociclico. Le conseguenze vanno da un'alterazione della concorrenza tra intermediari finanziari ad un incremento delle fughe di

capitali in caso di nuove tensioni significative. Situazioni d'illiquidità temporanea potrebbero trasformarsi quindi con maggior rapidità in casi d'insolvenza irreversibile aumentando così i costi di intervento da parte dei singoli governi nazionali.

*Silvano Fait*

## **Fonti**

ECB, monthly bulletin

European Banking Federation: <http://www.euriborebf.eu/>

EuriborEBF, newsletter

## **Glossario**

***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.

## ***Passività che si vedono... e altre no***

A metà 2013, secondo alcuni, si è più o meno arrivati al nadir del ciclo economico, ed alcuni Paesi (notevole il caso francese) hanno addirittura già annunciato l'uscita dalla recessione. I problemi dell'Olanda, emersi durante il mese di agosto, non sembrano scalfire questo ottimismo. In realtà espressioni come “abbiamo superato il punto di minimo” e “la crisi è finita” si ripetono più o meno ogni semestre, a partire da quel settembre 2008 in cui fu Trichet a dichiarare “abbiamo toccato il fondo”: prima o poi ci indovineranno, ma che venga detto non garantisce nulla.

A proposito di Banchieri Centrali: se davvero fossimo arrivati in fondo a questo ciclo, dovremmo concludere che la politica monetaria – almeno nella sua espressione quantitativa – fa male all'economia. La recessione occidentale avviata tra il 2007 e il 2008, e combattuta a suon di denaro fresco “stampato” dalle Banche Centrali, sembrerebbe (vedi sopra) trovare una fine dopo circa un anno di... restrizione della politica monetaria. Dal terzo trimestre del 2012 queste pagine vi avvisano regolarmente di un processo di riduzione del bilancio della BCE, e questa metà del 2013 non fa eccezione. Se la BCE “ritira”, almeno in termini quantitativi, i propri interventi e l'economia si avvia ad una ripresa, qualche dubbio deve pur venire (certo, è possibile anche dire che la BCE si sta ritirando perché l'economia si sta riprendendo, ma non ricordo di segnali positivi un anno fa).

<b>Bilancio BCE – Giugno 2013</b>					
(miliardi di euro)					
<b>Attivo</b>		<b>% trim</b>	<b>Passivo</b>		<b>% trim</b>
Finanziamenti	823	-9,0%	Base monetaria	1.280	-5,9%
Titoli	638	-1,6%	Depositi	195	-4,8%
Esteri	293	-4,8%	Esteri	151	-9,9%
Oro	320	-26,5%	FMI	54	-1,6%
Altro	357	+1,0%	Altro	376	+3,0%
			Mezzi propri	375	-24,3%
	2.430	-8,2%		2.430	-8,2%

Nel secondo trimestre del 2013 i finanziamenti al sistema bancario si sono ulteriormente ridotti (erano ben oltre € 1000 miliardi un anno fa) soprattutto sulla scorta di restituzioni anticipate degli *LTRO* precedenti senza immediato rimpiazzo, e non si ravvisano particolari movimentazioni della *ELA* (all'interno della voce “Altro” dell'attivo). In effetti grande parte

del calo complessivo del bilancio BCE, € 238 miliardi nel secondo trimestre, è legato alla riduzione per € 115 miliardi delle riserve di oro a seguito sia di vendite che della rivalutazione delle riserve stesse.

Sul lato passivo del bilancio, abbiamo il riflesso della diminuzione delle riserve di oro appunto nelle riserve di rivalutazione (“Mezzi propri”). Ma anche le altre voci del passivo – fonti di finanziamento dell'attivo, come in ogni bilancio – si sono contratte. In particolare, la Base Monetaria perde più di € 80 miliardi, e questo nonostante l'incremento delle banconote in circolazione (che non tornano comunque ai livelli di fine 2012). La capitalizzazione dell'istituto pare risentire della svalutazione dell'oro: i Mezzi propri scendono ad un 15,4% sul totale del passivo dal precedente 18,7%. Prossimamente, stante la mia “lettura” di un rientro delle esposizioni della BCE appunto per ridurre il rischio associato al suo portafoglio e quindi recuperare solidità patrimoniale, vedremo se e come l'Istituto vorrà recuperare capitalizzazione.

La riduzione delle dimensioni del bilancio equivale ad una riduzione dell'indebitamento (nel caso della Banca Centrale, le emissioni di moneta equivalgono ad una posta di debito, benché non rappresentino veri titoli di debito verso una controparte). Con i dovuti distinguo, è quanto sarebbe richiesto ai Paesi Membri. Per questi ultimi, però, il bilancio sconta problemi di accuratezza informativa che una “forma privata” può evitare. Uno dei problemi che restano “nascosti” nei bilanci statali è il debito pensionistico.

In un bilancio andrebbero compresi tutti gli impegni che comporteranno in futuro uscite ed entrate di cassa, eventualmente attualizzandone il valore (cioè pesando il fatto che un euro tra un anno “vale meno” di un euro oggi). Gli impegni sulle pensioni future, al netto dei contributi riscossi, dovrebbero trovare uno spazio nei bilanci pubblici. A parte le incertezze derivanti dall'evoluzione demografica (quanti i futuri nuovi immigrati che pagheranno contributi, quale il tasso di mortalità dei lavoratori, quale la vita media dei pensionati) e normativa (come verranno modificati i vari coefficienti pensionistici, come verrà modificata l'età di pensionamento), questo fornirebbe un quadro più completo dello stato finanziario del Paese. In fondo, nel caso italiano, degli oltre € 800 miliardi di spesa pubblica circa € 240 miliardi sono pensioni, quindi il problema è rilevante.

E che il problema sia rilevante non è cosa nuova. Nel 1997 Franco Modigliani e Fiorella Kostoris avevano calcolato per l'Italia del '90 un debito “nascosto” di £ 2,8 milioni di miliardi (circa il doppio del PIL), cifra tra l'altro molto vicina a quella due anni prima calcolata e diffusa da Giancarlo Pagliarini (cioè l'argomento non era nuovo al Parlamento). Il calcolo è stato poi rifatto nel 2011, con un modello abbastanza articolato e su dati del 2007, da

Beltrametti e Della Valle, concludendo con un 242% del PIL. Manco a dirlo, è forse il debito più pesante tra i Paesi “occidentali”.

Possiamo fare una simulazione analoga ma molto più semplice: stanti per l'INPS prestazioni correnti attorno ad € 300 miliardi, ed entrate contributive attorno ad € 210 miliardi (dati previsionali sul 2013), lo sbilancio finanziario della pura gestione pensionistica è di circa € 90 miliardi. Se proiettiamo questo sbilancio come stabile nel tempo, una attualizzazione “infinita” al corrente tasso dei BTP (diciamo un 4,2%) porterebbe ad un debito pensionistico “implicito” oggi già superiore ad € 2.200 miliardi (oltre un 140% di debito/PIL in aggiunta a quello evidenziato in questo report della Mazziere Research). Se poi ipotizziamo un tasso di inflazione stabile del 1,5% che rivaluti anno per anno pensioni e contributi (e quindi lo sbilancio), il debito pensionistico si lancerebbe verso € 3.400 miliardi, cioè verso il 220% del PIL.

Anche con numeri tagliati con l'accetta si arriva ad un debito pensionistico di oltre due volte il PIL, che assieme al debito “esplicito” significa un indebitamento vicino al 350%. Pur facendo la tara ai vari arrotondamenti ed ipotesi semplificatrici, e ricordando che il risultato varia sensibilmente al variare delle previsioni di tassi e inflazione, i numeri restano impressionanti, “giapponesi” si potrebbe dire.

Rendersi conto di tutto questo non cambia da un momento all'altro la sostenibilità corrente del debito del Paese, ma dà da pensare sulla solvibilità futura, forse chiarisce meglio cosa abbia significato il continuo scarico sul futuro dei vantaggi goduti dalle passate – e presenti, se pensionate – generazioni, e credo dia qualche elemento in più per giudicare certi dibattiti correnti.

*Leonardo Baggiani*

## Bibliografia

- Banca Centrale Europea (2013) “*Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 28 giugno 2013*”, comunicato stampa 03/07/2013.
- Beltrametti L., Della Valle M. (2011) “*Does the Implicit Pension Debt Mean Anything After All?*”, CERP working paper 118/11.
- Giarda P. (2011) “*Dinamica, struttura e governo della spesa pubblica: un rapporto preliminare*”. Quaderni dell'istituto di economia e finanza n.104, Università Cattolica del Sacro Cuore (MI).
- Il Sole 24 Ore (2008) “*Trichet: «l'Europa ha toccato il fondo, la ripresa nel 2009»*”, articolo del 06/09/2008.
- Il Sole 24 Ore (2011) “*Il «superdebito» pensionistico vale due volte il debito pubblico*”, articolo del 26/10/2011
- Il Sole 24 Ore (2013) “*Allarme pensioni: l'Inps chiuderà in perdita per altri 9 miliardi nel 2013, dopo i 9 miliardi già persi l'anno scorso*”, articolo del 28/07/2013.
- La Repubblica (1997) “*Modigliani: debito Inps e 2,8 milioni di miliardi*”, articolo del 09/07/1997.
- Mazziero Research (2012) “*Italia 3 trim 2012: PIL, debito & Co.*”.
- Modigliani F., Kostoris F. (1998) “*Sostenibilità e solvibilità del debito pubblico in Italia*”. Il Mulino.

## 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).

**ELA (Emergency Liquidity Assistance):** in aggiunta ai consueti canali di finanziamento della BCE alle banche commerciali, ogni singola Banca Centrale nazionale può concedere, su autorizzazione della BCE, 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.

## Il commento di Andrew Lawford

### Le possibilità per tornare alla crescita

In questo commento, si vuole esaminare alcuni fattori che dovrebbero influire sulla capacità dell'Italia di uscire dalla sua crisi attuale. Per “uscire dalla crisi”, si intende lo stabilizzarsi di un'economia in grado di crescere con un certo ritmo negli anni, senza che ci sia una crescita del debito pubblico che superi la crescita del Pil. In fondo, l'insostenibilità della situazione economica italiana è dovuta al fatto che i debiti del Paese stanno crescendo molto più velocemente rispetto alla sua capacità di produrre reddito (si veda anche il commento di Baggiani sopra).

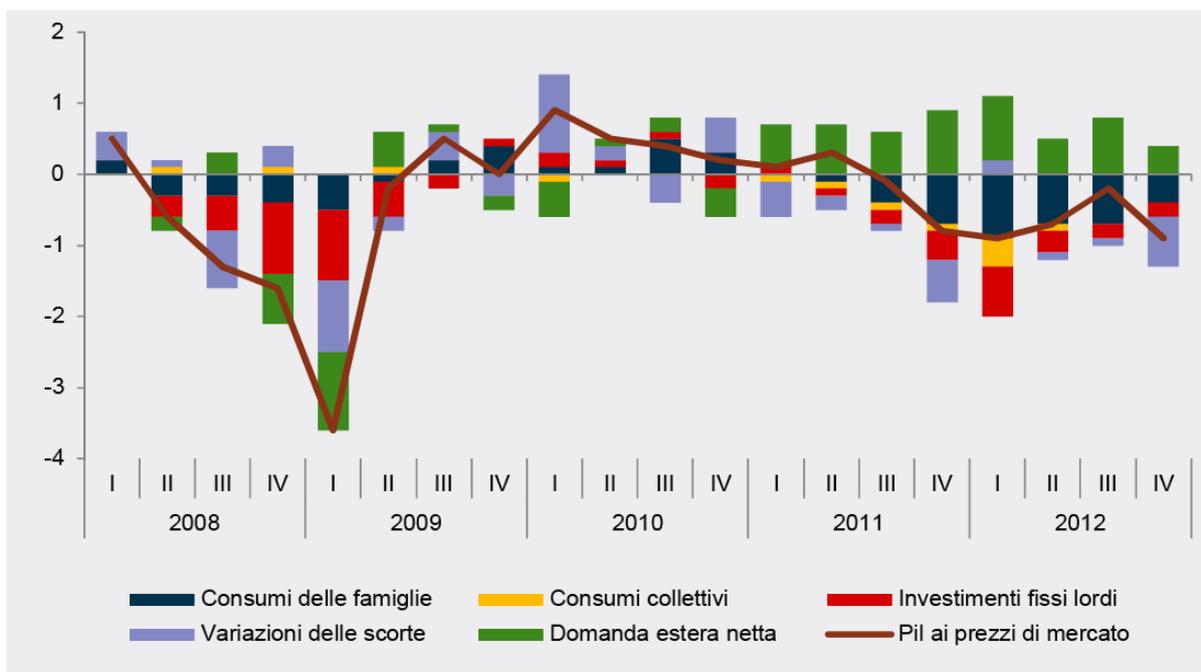
Per iniziare questo discorso, è importante capire di che cosa si sta parlando quando si esamina l'andamento del Pil. La sua composizione è così fatta:

$$Y = C + I + G + X - M$$

ovvero, Pil = Consumi + Investimenti + Governo + Esportazioni - Importazioni

N.B. per “Governo” si intende la spesa pubblica

Il grafico pubblicato nel Rapporto Annuale 2013 dell'Istat è utile per fare comprendere come i vari fattori contribuiscono all'andamento complessivo del Pil:

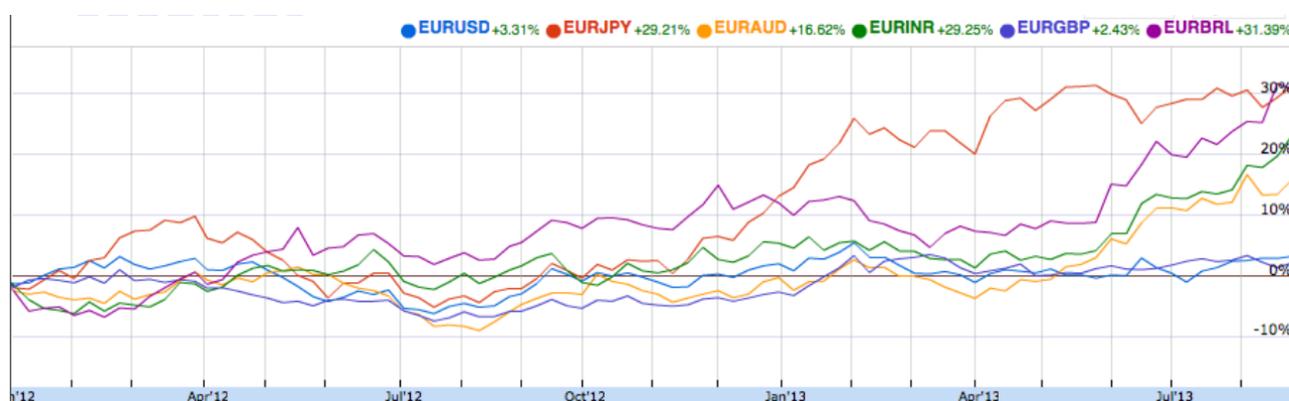


Fonte: Istat, Conti economici nazionali

*Grafico 1: Andamento del Pil e contributi delle componenti di domanda per l'Italia  
Anni 2008-2012*

Dovrebbe essere chiaro che sono le esportazioni nette (domanda estera netta) a tenere a galla il tutto, ma specialmente a causa del forte rallentamento delle importazioni (-9,3% e -17,3% rispettivamente per beni di consumo e di investimento nel 2012).

Gli ultimi dati resi disponibili da ISTAT nel mese di agosto indicano un piccolo calo per le esportazioni (-0,4%) e un calo consistente per le importazioni (-7%) nel primo semestre 2013 rispetto allo stesso periodo nel 2012. La cosa interessante è che il calo delle importazioni continua nonostante il forte rialzo dell'Euro nei confronti di molte valute nell'ultimo periodo (si veda il **Grafico 2**).

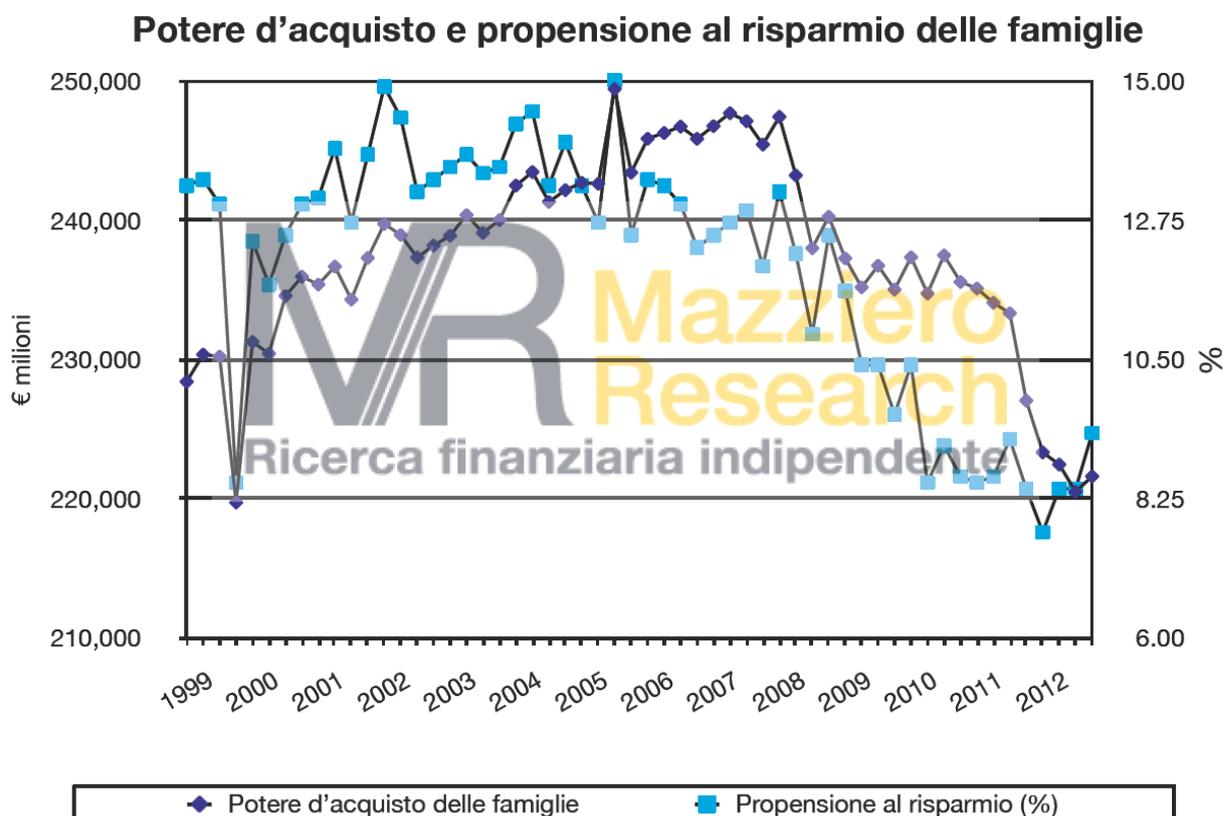


*Grafico 2: Variazione in termini percentuali dell'Euro nei confronti di varie valute  
gennaio 2012 - agosto 2013 (Fonte: Google Finance)*

È vero che più della metà delle esportazioni italiane vanno verso altri paesi che utilizzano l'Euro, ma ci si domanda come faranno gli esportatori europei in generale a mantenere la loro competitività (e, di conseguenza, le esportazioni nette, che sono una parte importante del Pil per l'eurozona) con una valuta così forte. La domanda sorge spontanea: quando deciderà la BCE di partecipare alle guerre valutarie? Il **Grafico 2** evidenzia come il precursore del rafforzamento generale dell'Euro è stato l'indebolimento dello yen giapponese. Considerando che il motore dell'eurozona è la Germania, che ha le esportazioni come colonna portante della propria economia, è possibile che le elezioni tedesche a settembre apriranno la strada a una nuova politica monetaria basata sul sostenimento delle economie europee tramite la debolezza valutaria. L'unico problema in tutto questo è che è matematicamente impossibile per tutte le economie importanti nel mondo avere un surplus commerciale. Qualcuno dovrà mantenere un deficit.

Tornando all'esame delle prospettive di crescita, si invita a considerare le prospettive per l'Italia alla luce dell'andamento dei dati sul potere d'acquisto e propensione al risparmio delle famiglie (**Grafico 3**) nonché la quota del profitto e gli investimenti fissi delle società non finanziarie (**Grafico 4**).

I profitti e gli investimenti delle aziende sono in forte calo mentre il potere di acquisto delle famiglie cala e la propensione al risparmio si assesta a dei livelli nettamente più bassi rispetto a qualche anno fa. È difficile sostenere che una ripresa possa partire senza un aumento degli investimenti, che devono essere visti come il seme di un ciclo virtuoso di crescita. La sensazione è che la crescente pressione fiscale (passata da 42,6 al 44% negli ultimi 3 anni, tra i primi posti in classifica a livello europeo) sta rubando delle preziose risorse all'economia privata. Il crollo delle importazioni di beni di investimento evidenziato sopra (-17,3% nel 2012) rafforza questa ipotesi.



*Grafico 3: Potere d'acquisto e propensione al risparmio delle famiglie  
(Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati ISTAT)*

## Quota di profitto e investimenti fissi - Società non finanziarie

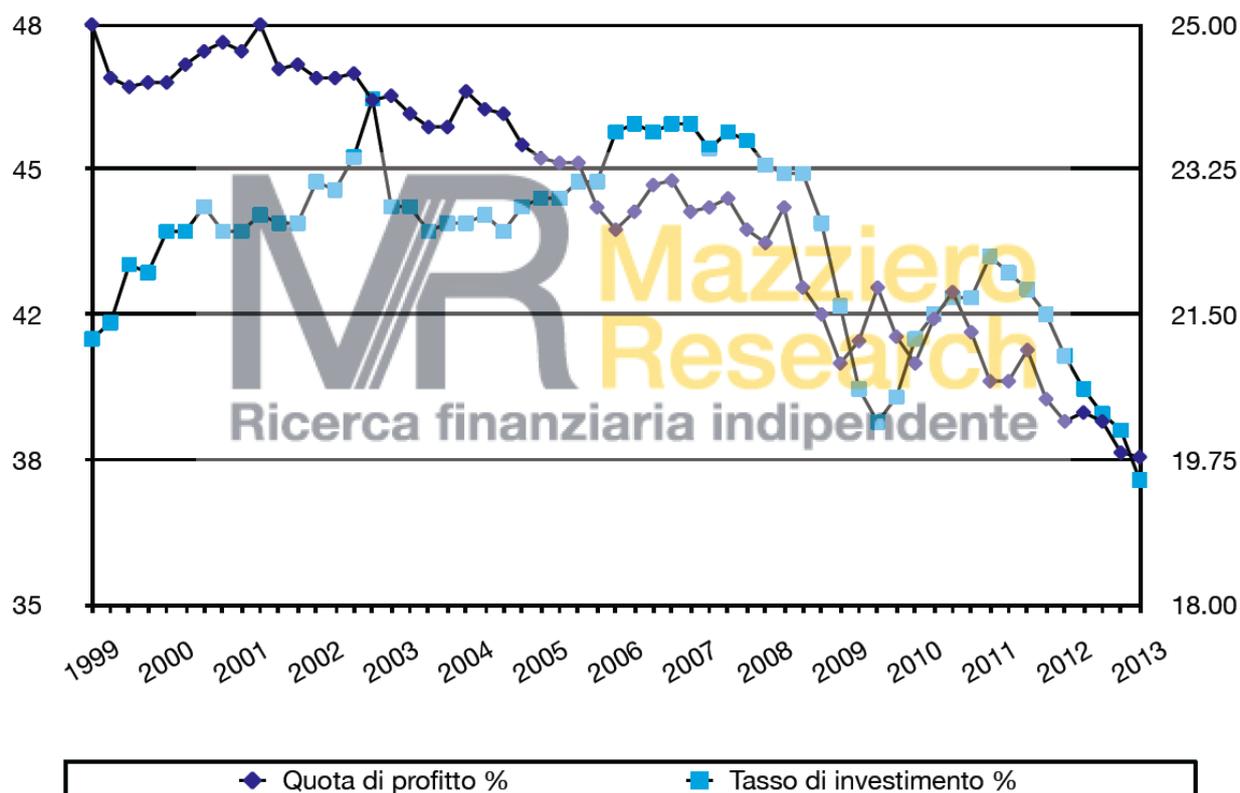


Grafico 4: Quota di profitto (scala sx) e investimenti fissi - Società non finanziarie  
(Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati ISTAT)

La cosa più preoccupante è considerare che cosa succederà quando la spesa del governo rallenterà in maniera sensibile. Questo dovrà succedere perché ormai il debito pubblico italiano ha superato il punto di non-ritorno. Come evidenziato in questo osservatorio, il 2013 registrerà con tutta probabilità il più grande aumento del debito pubblico italiano della storia. Quando quel nodo arriverà al pettine, l'andamento del Pil, che dipende per il 49,9% sulla spesa pubblica (dati Istat 2012), andrà in caduta libera.

Andrew Lawford

### Bibliografia

ISTAT: Rapporto Annuale 2013, La situazione del Paese. Maggio 2013.

<http://www.istat.it/it/archivio/89629>

ISTAT: Commercio Estero - giugno 2013

<http://www.istat.it/it/archivio/97574>

ISTAT: Reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società - I trimestre 2013

<http://www.istat.it/it/archivio/95292>

## Conclusioni

Normalmente quando si arriva a questo punto dell'Osservatorio si dovrebbero tirare le fila del discorso, puntare l'attenzione sui dati tendenziali e magari indicare qualche elemento che costituisca una prima avvisaglia della fine di questa interminabile crisi.

Negli Stati Uniti i segnali vi sono, anche nella nostra Europa iniziano ad affacciarsi, ma per il nostro Paese la situazione di insieme resta in prognosi riservata e questi sono i dati di sintesi:

- Debito Pubblico: 2.075 miliardi.
- Prodotto Interno Lordo: -1,8% (variazione acquisita 2013).
- Rapporto Debito/Pil: 130,40% (previsioni MEF per il 2013).
- Rapporto Deficit/Pil: 2,9% (previsioni MEF per il 2013).
- Inflazione: 1,3% (variazione acquisita 2013).
- Disoccupazione: 12%.
- Disoccupazione giovanile: 39,5%.

Di fronte a questi numeri non possiamo ancora parlare di ripresa, l'appuntamento è rimandato al prossimo trimestre quando torneremo a verificare la salute del sistema Italia attraverso il nostro Osservatorio.

*Maurizio Mazziero*

### Stime debito pubblico nei mesi di luglio e agosto

Secondo le stime Mazziero Research il debito pubblico potrebbe restare pressoché invariato a luglio a 2.075 miliardi, mentre la rilevazione di agosto dovrebbe portare un po' di ossigeno con un calo compreso tra i 10 e i 12 miliardi circa.

### Nota per la distribuzione

Questo studio è libero  
Ciascuno lo può divulgare nei modi e nelle forme che ritiene più opportuno, è sufficiente citare la fonte.

### Invito ad approfondire

**MazzieroResearch.com** a cura di A. Lawford e M.Mazziero.  
**IdeasHaveConsequences.org** a cura di L. Baggiani e S. Fait.

## Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2012*, aprile 2013
- Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione Europea*, 5 luglio 2013
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 31 maggio 2013
- Banca d'Italia, *La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea – Intervento Ignazio Visco*, 1 settembre 2013
- Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico
- Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 73, luglio 2013
- 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 Downgrades European Financial Stability Facility to 'AA+', 15 luglio 2013*
- Fitch, *Fitch Downgrades France to 'AA+'; Outlook Stable*, 12 luglio 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades Cyprus to 'B-'; Outlook Negative*, 3 giugno 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades Slovenia to 'BBB+'; Outlook Negative*, 17 maggio 2013
- Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'B-' Outlook Stable*, 14 maggio 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades United Kingdom to 'AA+' Outlook Stable*, 19 aprile 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, *2013 Article IV Consultation with Italy*, 4 luglio 2013
- International Monetary Found, *World Economic Outlook – Gradual Upturn in Global Growth During 2013*, 23 gennaio 2013
- International Monetary Found, *Concluding Statement of the IMF Mission*, 16 maggio 2012
- Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
- Istat, *Annuario Statistico 2010*
- Istat, *Indicatori Demografici – Stime per l'anno 2011*, 27 gennaio 2012
- Istat, *Conti Economici Trimestrali*
- Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
- Istat, *Conti Economici Nazionali*
- Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 22 aprile 2013
- 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*
- I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*

Mazziere Research, *Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.*, 16 maggio 2012  
 Mazziere Research, *Italia: economia a fine 2012*, 18 febbraio 2013  
 Mazziere Research, *Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.*, 20 novembre 2012  
 Mazziere Research, *Italia: economia a metà 2012*, 10 settembre 2012  
 Mazziere Research, *Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.*, 11 giugno 2012  
 Mazziere Research, *Italia 2011: un anno di sofferenza*, 18 febbraio 2012  
 Mazziere Research, *Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.*, 13 dicembre 2011  
 Mazziere Research, *Italia: l'economia al giro di boa del 2011*, 16 agosto 2011  
 Mazziere Research, *Italia 1q2011: Pil, debito & Co.*, 17 maggio 2011  
 Mazziere Research, *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, *Documento di Economia e Finanza 2012*, 10 aprile 2013  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro  
 Moody's, *Moody's changes outlook on US Aaa sovereign rating to stable from negative; rating affirmed*, 18 luglio 2013  
 Moody's, *Moody's Downgrades Slovenia's Sovereign Rating to Ba1 from Baa2, Outlook Negative*, 30 aprile 2013  
 Moody's, *Moody's affirms Italy's Baa2 government ratings and negative outlook*, 26 aprile 2013  
 Ocse, *OECD Economic Surveys Italy*, maggio 2013  
 Ocse, *OECD Economic Outlook*, maggio 2013  
 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, *Long-Term Ratings On Italy Lowered To 'BBB'; Outlook Negative*, 9 luglio 2013  
 Standard & Poor's, *Outlook On Portugal Revised To Negative On Growing Political Uncertainties; 'BB/B' Ratings Affirmed*, 6 luglio 2013  
 Standard & Poor's, *Ratings on Spain Affirmed at 'BBB-'; Outlook Negative*, 14 giugno 2013  
 Standard & Poor's, *United States of America 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Revised To Stable On Receding Fiscal Risks*, 10 giugno 2013

# 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, 10 settembre 2013

**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 ©2013 – Tutti i diritti riservati**