

# Quaderno di Ricerca

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

## Italia 1 trim 2014: Pil, debito & Co.

**MAZZIERO RESEARCH**

Copyright ©2014 – Tutti i diritti riservati

### Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 6
I contributi per la stabilità	Pag. 9
Le entrate e le uscite	Pag. 10
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 12
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 18
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 19
L'inflazione	Pag. 25
La disoccupazione	Pag. 27
Approfondimenti	Pag. 29
<i>Il punto di Leonardo Baggiani</i>	Pag. 29
<i>Il focus di Silvano Fait</i>	Pag. 33
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 37
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 41
Conclusioni	Pag. 49
Bibliografia	Pag. 50

**La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.**

### ***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
	Gabriele Serafini

## Introduzione

Nell'introduzione dello scorso Osservatorio esaminavamo le spinte provenienti dall'esterno del nostro Paese per l'applicazione di una patrimoniale.

Pochi giorni dopo la pubblicazione, il presidente della Bundesbank, Jens Weidmann, suggeriva al governo italiano che l'applicazione di una patrimoniale sarebbe stata il danno minore.

Dello stesso tono Fabrizio Barca, ex-ministro del Governo Monti, che inconsapevole interlocutore in una telefonata radiofonica si esprimeva a favore di una patrimoniale di 400 miliardi.

Nel contempo il Governo continua a smentire non solo patrimoniali, ma anche manovre correttive, però il dato di fatto è che i conti non tornano: il debito sale e la crescita non arriva.

La calma apparente in condizioni di questo tipo dovrebbe essere vista perlomeno con sospetto.

*Maurizio Mazziero*

## I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Belgio	AA	Stabile	AA	Stabile	Aa3	Stabile	A+	Negativo
Cipro	B-	Stabile	B-	Stabile	Caa3	Positivo	NA	NA
Croazia	BB+	Negativo	BB+	Stabile	Ba1	Negativo	BBB-	Negativo
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	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Negativo	A+	Negativo
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Grecia	B-	Stabile	B-	Stabile	Caa3	Stabile	CC	Stabile
Irlanda	BBB+	Positivo	BBB+	Stabile	Baa1	Stabile	BBB	Negativo
Italia	BBB	Negativo	BBB+	Stabile	Baa2	Stabile	BBB-	Negativo
Lettonia	BBB+	Positivo	BBB+	Stabile	Baa2	Positivo	BBB-	Stabile
Lussemburgo	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Malta	A-	Negativo	A+	Stabile	A3	Negativo	A-	Negativo
Norvegia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Olanda	AA+	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Negativo
Portogallo	BB	Stabile	BB+	Positivo	Ba2	In revisione	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	Stabile	NA	NA
Spagna	BBB-	Stabile	BBB+	Stabile	Baa2	Positivo	BBB+	Stabile
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

- 3 gennaio 2014, Fitch conferma la Lettonia a BBB+ con outlook stabile.
- 10 gennaio 2014, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 17 gennaio 2014, S&P conferma il Portogallo a BB, con outlook negativo.
- 17 gennaio 2014, Moody's promuove l'Irlanda a Baa3, con outlook positivo.
- 24 gennaio 2014, Fitch conferma la Germania ad AAA con outlook stabile.
- 24 gennaio 2014, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA con outlook stabile.
- 24 gennaio 2014, Moody's conferma la Francia ad Aa1 con outlook negativo.
- 24 gennaio 2014, Moody's migliora l'outlook della Slovenia da negativo a stabile.
- 26 gennaio 2014, Dagong conferma la Svezia ad AAA con outlook stabile.
- 29 gennaio 2014, Dagong declassa l'Italia a BBB- con outlook negativo.
- 29 gennaio 2014, Dagong promuove la Lettonia a BBB- con outlook stabile.
- 30 gennaio 2014, Dagong conferma la Francia ad A+ con outlook negativo.
- 30 gennaio 2014, Dagong conferma la Danimarca ad AA+ con outlook stabile.
- 14 febbraio 2014, Moody's migliora l'outlook dell'Italia da negativo a stabile.
- 17 febbraio 2014, Fitch conferma l'Italia a BBB+ con outlook negativo.
- 21 febbraio 2014, Moody's promuove la Spagna a Baa2, con outlook positivo.
- 21 febbraio 2014, Fitch conferma l'Irlanda a BBB+ con outlook stabile.
- 21 febbraio 2014, Fitch conferma l'Austria ad AAA con outlook stabile.
- 28 febbraio 2014, S&P migliora l'outlook del Belgio da negativo a stabile.
- 28 febbraio 2014, Moody's migliora l'outlook della Germania da negativo a stabile.
- 28 febbraio 2014, Moody's migliora l'outlook dell'Austria da negativo a stabile.
- 28 febbraio 2014, Moody's migliora l'outlook del Lussemburgo da negativo a 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*

- 7 marzo 2014, Moody's migliora l'outlook del Belgio da negativo a stabile.
- 7 marzo 2014, Moody's migliora l'outlook dell'Olanda da negativo a stabile.
- 14 marzo 2014, Moody's migliora l'outlook della Banca Europea degli Investimenti da negativo a stabile.
- 14 marzo 2014, Moody's migliora l'outlook dell'Unione Europea da negativo a stabile.
- 21 marzo 2014, Fitch assegna l'outlook stabile agli Stati Uniti.
- 21 marzo 2014, S&P conferma la Grecia a B-, con outlook stabile.
- 21 marzo 2014, Moody's rivede l'outlook della Croazia da stabile a negativo.
- 21 marzo 2014, Moody's migliora l'outlook di Cipro da negativo a positivo.
- 28 marzo 2014, Fitch conferma la Finlandia a AAA, con outlook stabile.
- 28 marzo 2014, S&P conferma l'Austria a AA+, con outlook stabile.
- 28 marzo 2014, S&P conferma il Lussemburgo a AAA, con outlook stabile.
- 28 marzo 2014, Dagong migliora l'outlook della Grecia da negativo a stabile.
- 11 aprile 2014, Fitch migliora l'outlook del Portogallo da negativo a positivo.
- 11 aprile 2014, S&P rivede l'outlook della Finlandia da stabile a negativo.
- 11 aprile 2014, DBRS conferma l'Italia a A, con outlook negativo.
- 25 aprile 2014, Fitch migliora l'outlook dell'Italia da negativo a stabile.
- 25 aprile 2014, Fitch migliora l'outlook di Cipro da negativo a stabile.
- 25 aprile 2014, S&P conferma la Francia a AA, con outlook stabile.
- 28 aprile 2014, Fitch migliora la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 4 maggio 2014, Dagong declassa la Spagna da A a BBB+, con outlook stabile.
- 9 maggio 2014, S&P migliora l'outlook del Portogallo da negativo a stabile.
- 9 maggio 2014, Moody's migliora il rating del Portogallo a Ba2, outlook in revisione.
- 16 maggio 2014, Fitch conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 16 maggio 2014, Moody's promuove l'Irlanda a Baa1, con outlook stabile.

## Il commento

Nel primo trimestre del 2014 è proseguita la tendenza identificata dal nostro Osservatorio già da metà dell'anno scorso: il progressivo miglioramento di alcuni paesi periferici e il lieve deterioramento del merito di credito di alcuni dei paesi più meritevoli dell'Eurozona, come ad esempio la Finlandia che ha subito da Standard & Poor's una revisione dell'outlook da stabile a negativo.

Per quanto riguarda l'Italia, Fitch (dal 25 aprile scorso) e Moody's attribuiscono un outlook stabile, mentre Standard & Poor's e Dagong conservano una prospettiva negativa; in particolare la casa di analisi cinese ha rivisto al ribasso il merito di credito del nostro paese, portandolo il 29 gennaio scorso a BBB-, appena al di sopra dei titoli spazzatura.

Più benevola l'agenzia canadese DBRS che riserva un rating A, seppur con outlook negativo.

Tornando all'ultima revisione dell'outlook apportata il mese scorso da Fitch, l'agenzia ha motivato il miglioramento con la fine del periodo recessivo e un miglioramento delle condizioni di emissione dei titoli di Stato, oltre a una riduzione dei rischi rappresentati dal settore finanziario. Particolari aspettative vengono poi riposte su un miglioramento dell'avanzo primario.

Ma non è tutto, Fitch si sbilancia ulteriormente su un miglioramento del rating qualora il paese riuscisse a intraprendere un cammino di contenimento del rapporto debito/PIL accompagnato da una sostenuta e ampia ripresa dell'economia

Positiva anche Moody's che nel *Global Macro Outlook 2014-15* pubblicato l'8 maggio vede una crescita del Belpaese nel 2015 compresa fra l'1 e il 2%.

Proprio in merito alla misura della crescita si rimanda alle *Note Economiche di Gabriele Serafini* per comprendere come un miglioramento del Prodotto Interno Lordo potrebbe provenire anche da un cambiamento nel metodo di calcolo di alcune voci che lo compongono.

## Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2013		2014	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.022.719	34.341	2.089.685	21.972
Febbraio	2.017.615	-5.104	2.107.157	17.472
Marzo	2.034.725	17.110	2.119.927	12.770
Aprile	2.041.284	6.559		
Maggio	2.074.558	33.274		
Giugno	2.075.117	559		
Luglio	2.072.863	-2.254		
Agosto	2.060.005	-12.858		
Settembre	2.068.565	8.560		
Ottobre	2.085.321	16.756		
Novembre	2.104.068	18.747		
Dicembre	2.067.490	-36.578		
<b>Incremento</b>		<b>79.112</b>		<b>52.214</b>

Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2013 al 1 Trim. 2014  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Debito al 1 Trim. 2014: 2.120 miliardi, nuovo massimo storico.
- L'incremento del debito da inizio 2014 è di 52 miliardi, nel medesimo periodo del 2013 era stato di 46 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente al 30 novembre 2013, è di 35.319 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 820 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 63%, quasi il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 32,4%.

### Il commento

Nello scorso Osservatorio avevamo anticipato come il buon risultato di riduzione del debito nel mese di dicembre non dovesse portarci a dei facili ottimismo; infatti si trattava del consueto "spolvero della vetrina" (window dressing) di fine anno.

Nel primo trimestre il debito ha ripreso a correre a un ritmo ben sostenuto, tanto da accumulare 52 miliardi in 3 mesi, che rapportati all'incremento di 79 miliardi dell'intero 2013 appaiono esorbitanti.

Ma la corsa non è finita, anche perché si prevede nel prossimo mese un'ulteriore aumento del debito pubblico relativo al mese di aprile; si veda il **Riquadro n. 1**.

#### Riquadro n. 1

##### Stime debito pubblico per il mese di aprile

Pur avendo avuto un forte incremento del debito nel I trimestre del 2014, i modelli previsionali della Mazziere Research stimano un debito pubblico per il mese di aprile 2014 compreso in una forchetta tra 2.142 e 2.147 miliardi, con un minor grado di confidenza è possibile attendersi un debito intorno a 2.144,5 miliardi.

### **Gli squilibri eccessivi dei conti degli Stati**

*Discorso di Olli Rehn del 5 marzo 2014*

L'Italia continua a presentare squilibri macroeconomici eccessivi, che richiedono un monitoraggio specifico e una forte azione politica. La Commissione svolgerà il monitoraggio specifico delle politiche raccomandate in Italia dal Consiglio nel quadro del semestre europeo, e riferirà regolarmente al Consiglio e l'Eurogruppo.

L'Italia deve affrontare il livello molto elevato del debito pubblico e la competitività esterna troppo debole; entrambe sono, in ultima analisi, radicate in una prolungata economia stagnante e richiedono un'attenzione politica urgente. La necessità di un'azione decisa per ridurre il rischio di effetti negativi sul funzionamento dell'economia italiana e della zona euro, è particolarmente importante data le dimensioni dell'economia italiana.

Più in particolare, l'elevato debito pubblico pone un pesante fardello per l'economia, in particolare nel contesto di una crescita cronicamente debole e un'inflazione sotto controllo. Raggiungere e mantenere elevati avanzi primari - sopra le medie storiche - e una robusta crescita del PIL per un periodo prolungato, sono entrambi necessari per dirigere il rapporto debito/PIL verso un percorso di riduzione e rappresenteranno una grande sfida.

Nel 2013, l'Italia ha fatto progressi verso l'obiettivo di bilancio di medio termine. Tuttavia, l'adeguamento del saldo strutturale nel 2014, come attualmente previsto appare insufficiente, vista la necessità di ridurre l'enorme debito pubblico ad un ritmo adeguato.

*Risoluzione della Commissione Europea del 5 marzo 2014*

La Commissione ritiene che 14 Stati membri presentino squilibri: Belgio, Bulgaria, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Ungheria, Paesi Bassi, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito. Nel caso di Croazia, Italia e Slovenia, tali squilibri sono considerati eccessivi.

L'Italia deve contrastare un debito pubblico molto elevato e una competitività esterna debole. Entrambi gli aspetti sono ascrivibili in ultima analisi al protrarsi di una crescita deludente e richiedono un intervento urgente e risoluto per ridurre il rischio di effetti negativi per l'economia italiana e per la zona euro.

*Prossime tappe*

Gli squilibri e gli squilibri eccessivi cui gli Stati membri dovranno rimediare sono di varia natura. I singoli esami approfonditi costituiscono una base analitica per avviare un dialogo con gli Stati membri nella fase di elaborazione dei rispettivi programmi nazionali di riforma e programmi di stabilità e convergenza (programmi di bilancio a medio termine). Questi dovranno essere presentati alla Commissione entro la fine del mese di aprile e saranno valutati a inizio giugno, quando la Commissione presenterà una serie di raccomandazioni aggiornate specifiche per paese nella fase conclusiva del semestre europeo. Per quanto riguarda gli Stati membri che presentano squilibri eccessivi, in giugno la Commissione deciderà inoltre se sono necessarie ulteriori azioni.

**Bollettino Mensile BCE di marzo**

In Italia secondo gli ultimi dati pubblicati dall'Istat, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche è rimasto al 3% del PIL nel 2013, valore invariato rispetto all'anno precedente e lievemente superiore all'obiettivo del 2,9% del PIL fissato nell'aggiornamento del programma di stabilità del 2013. Secondo le previsioni dell'inverno 2014 della Commissione, il rapporto disavanzo/ PIL scenderebbe al 2,6% nel 2014 e al 2,2% nel 2015.

La raccomandazione della Commissione del novembre 2013 indicava la necessità di ulteriori misure di risanamento per assicurare l'osservanza del Patto di stabilità e crescita, cioè per conseguire l'obiettivo di medio termine di un bilancio strutturale in pareggio nel 2014 e assicurare progressi sufficienti verso il rispetto del criterio per il debito durante la fase di transizione.

Finora, tuttavia, non sono stati compiuti progressi tangibili per quanto riguarda la raccomandazione della Commissione.

In prospettiva è importante effettuare i necessari interventi affinché siano soddisfatti i requisiti previsti dal meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita, soprattutto per quanto riguarda la riconduzione del rapporto debito/ PIL su un percorso discendente, come segnalato anche di recente dalla Commissione Europea nel contesto dell'esame approfondito sull'Italia

L'Italia si trova ormai molto vicina a una procedura per squilibri eccessivi; procedura che in base ai documenti presentati dal Governo in aprile (Documento di Economia e Finanza) verrà valutata a giugno.

Il **Riquadro n. 2** riporta ulteriori informazioni in merito; va altresì notato il carattere perentorio delle dichiarazioni e delle risoluzioni, un tono che la dice lunga su chi sia il "maestro" e chi sia lo "scolaro" che deve ricevere i compiti da fare a casa.

Piuttosto duro anche il commento riportato nel Bollettino Mensile della BCE di marzo, che viene riportato nel **Riquadro n. 3**.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflaz. IPCA
<b>Anno 2000</b>	1.300.341			2,60%
<b>Anno 2001</b>	1.358.333	57.993	4,46%	2,30%
<b>Anno 2002</b>	1.368.512	10.179	0,75%	2,60%
<b>Anno 2003</b>	1.393.495	24.984	1,83%	2,80%
<b>Anno 2004</b>	1.444.604	51.108	3,67%	2,30%
<b>Anno 2005</b>	1.512.779	68.176	4,72%	2,20%
<b>Anno 2006</b>	1.582.009	69.230	4,58%	2,20%
<b>Anno 2007</b>	1.598.971	16.963	1,07%	2,00%
<b>Anno 2008</b>	1.663.452	64.481	4,03%	3,50%
<b>Anno 2009</b>	1.761.229	97.777	5,88%	0,80%
<b>Anno 2010</b>	1.851.217	89.988	5,11%	1,60%
<b>Anno 2011</b>	1.906.737	55.520	3,00%	2,90%
<b>Anno 2012</b>	1.988.363	81.626	4,28%	3,30%
<b>Anno 2013</b>	2.067.490	79.127	4,15%	1,30%
<b>1 Trim. 2014</b>	2.119.927	52.437	2,64%	
<b>Incremento</b>		<b>819.586</b>	<b>63,03%</b>	<b>32,40%</b>

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 1 Trim. 2014  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*



## I contributi per la stabilità

Nella **Tabella 5** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia; non vi sono variazioni rispetto ai dati di fine 2013.

(Milioni di Euro)	Prestiti bilaterali	Contributi EFSF	Contributi ESM	Totale
<b>Anno 2010</b>	3.909			3.909
<b>Anno 2011</b>	8.498	3.110		11.608
<b>Anno 2012</b>	10.007	26.925	5.732	42.664
<b>Anno 2013</b>	10.008	34.148	11.465	55.621
<b>1 Trim. 2014</b>	10.008	34.148	11.465	55.621

*Tabella 5: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino al 1 Trim. 2014  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

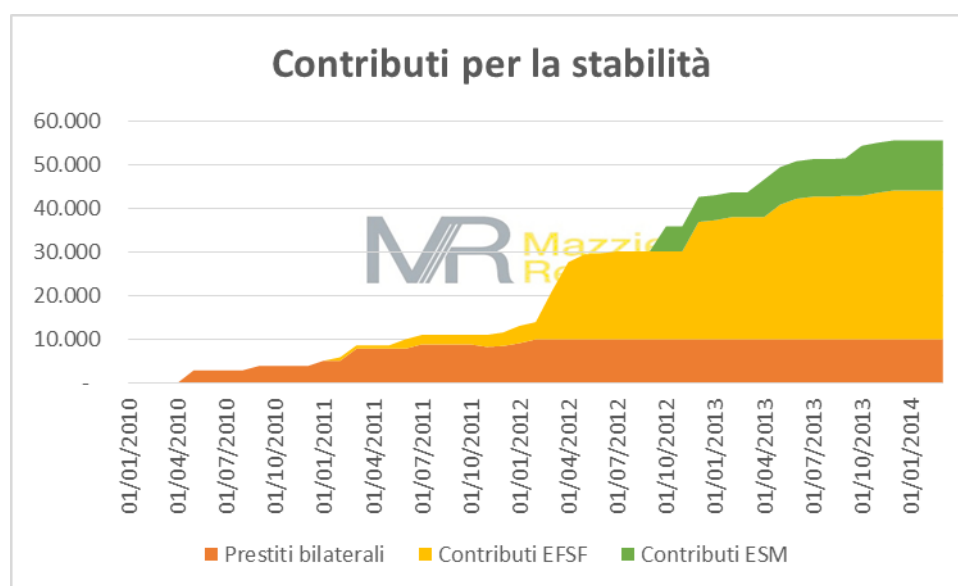
### Riquadro n. 4

**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 superato i 55 miliardi di euro.



*Figura 1: Progressione contributi versati dall'Italia sino al 1 Trim. 2014  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2013			2014		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
<b>Gennaio</b>	32.034	18.122	13.912	33.350	19.762	13.588
<b>Febbraio</b>	29.140	40.383	-11.243	28.586	47.880	-19.294
<b>Marzo</b>	30.022	46.050	-16.028	32.067	42.728	-10.661
<b>Aprile</b>	32.993	46.978	-13.985			
<b>Maggio</b>	33.436	30.389	3.047			
<b>Giugno</b>	50.759	58.801	-8.042			
<b>Luglio</b>	38.415	54.501	-16.086			
<b>Agosto</b>	33.764	28.444	5.320			
<b>Settembre</b>	23.503	13.816	9.687			
<b>Ottobre</b>	32.186	64.496	-32.310			
<b>Novembre</b>	33.563	71.064	-37.501			
<b>Dicembre</b>	95.007	75.595	19.412			
<b>Incremento</b>	<b>464.822</b>	<b>548.639</b>	<b>-83.817</b>	<b>94.003</b>	<b>110.370</b>	<b>-16.367</b>

Tabella 6: Andamento entrate e uscite statali dal 2013 al 1 Trim. 2014  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Nel 1 Trim. 2014 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 16,4 miliardi.
- Il disavanzo nel 2013 era stato di 83,8 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 1 Trim. 2014 è stata di 31,3 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 1 Trim. 2013 è stata di 30,4 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 1 Trim. 2014 è stata di 36,8 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 1 Trim. 2013 è stata di 34,9 miliardi.
- Le entrate tributarie nel 1 Trim. 2014 presentano un aumento del 2,5% (2,2 miliardi) rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente.
- Le entrate contributive nel 1 Trim. 2014 diminuiscono del 5,6% (3,1 miliardi) rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente.

### Il commento

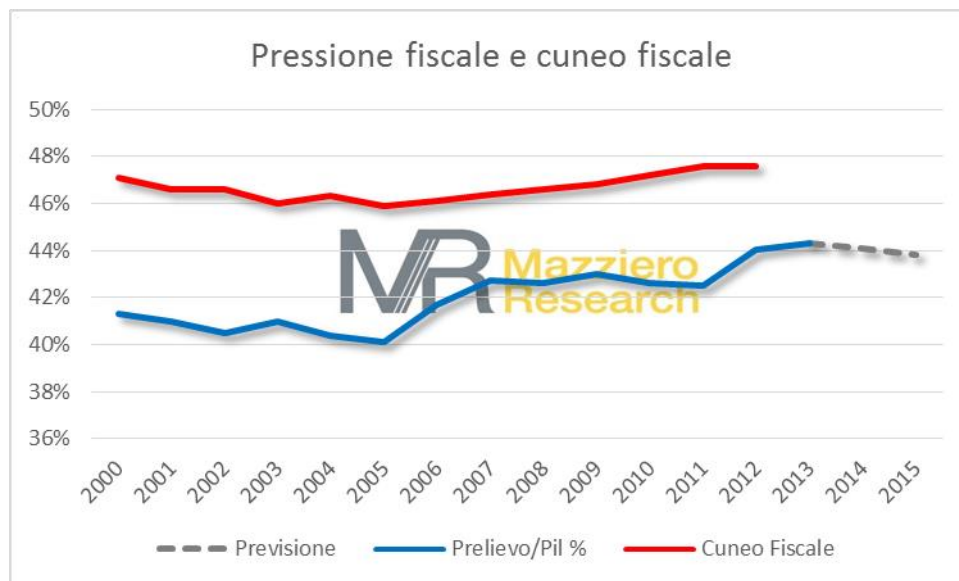
La **Tabella 6** riporta l'andamento delle entrate e delle uscite per gli anni 2013 e 2014; si precisa che per entrate si intendono gli incassi, compresi i flussi derivanti dalle entrate tributarie, e per uscite i flussi dei pagamenti effettuati. Trattandosi di flussi e non di somme impegnate il saldo non corrisponde alla variazione del debito della **Tabella 3**; nel conteggio inoltre non vengono comprese le entrate contributive e le prestazioni previdenziali.

Dall'analisi degli andamenti medi è possibile riscontrare che nel primo trimestre 2014 la media mensile delle entrate è leggermente aumentata rispetto al medesimo periodo del 2013, nel contempo l'aumento della media delle uscite è stato ben superiore.

Nella **Tabella 7** viene riportato lo scostamento tra la media delle entrate e delle uscite mensili fra il primo trimestre 2014 e 2013; come si può notare ne risulta una differenza negativa di circa 1 miliardo, il che dimostra come le uscite nel primo trimestre 2014 siano aumentate a un ritmo maggiore rispetto alle entrate.

Entrate	Uscite	Differenza
936	1.938	-1.003

Tabella 7: Scostamento su media entrate e uscite mensili nel 1 Trim 2013 e 2014  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)



*Figura 2: Pressione fiscale e cuneo fiscale in Italia  
(Elaborazione su dati Istat e Ocse)*

Continua a salire la pressione fiscale e le entrate tributarie sembrano tenere, tuttavia in alcuni periodi si è già assistito a un “vuoto d’aria”; pertanto tale rappresentazione non è sufficiente per poter pensare di non aver raggiunto la zona di picco nella Curva di Laffer, dove a un inasprimento fiscale corrispondono introiti minori.

Inoltre appare piuttosto preoccupante l’osservazione del cuneo fiscale per un lavoratore dipendente senza carichi di famiglia, si veda la **Figura 2**, dove si riscontra una tassazione di poco inferiore al 48%. Il grafico presenta un’elaborazione di dati Istat e Ocse ricavati dall’*Audizione nell’ambito dell’indagine conoscitiva sugli organismi della fiscalità e sul rapporto tra contribuenti e fisco*, tenuta da Salvatore Chiri e Paolo Sestito alla 6° Commissione del Senato della Repubblica il 5 marzo 2014.

In altri Osservatori siamo intervenuti sul tema della tassazione, evidenziando come tali valutazioni siano distorte da un PIL rielaborato includendo anche una stima dell’economia sommersa, che secondo l’Istat nel 2008 valeva tra i 255 e i 275 miliardi, corrispondenti rispettivamente al 16,3 e 17,5% del PIL. Ricalcolando la pressione fiscale effettivamente a carico dei contribuenti si otterrebbe un carico poco al di sopra del 50%, ma con punte anche sensibilmente superiori in alcuni casi.

#### Riquadro n. 5

**Pressione fiscale:** indica il prelievo fiscale di uno Stato in rapporto al PIL.

**Cuneo fiscale:** indica il rapporto tra tutte le imposte sul lavoro (dirette, indirette e contributi previdenziali) e il costo complessivo del lavoro.

## 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	70.152	4,60%
Anno 2011	1.586.741	6,99	78.397	4,94%
Anno 2012	1.638.724	6,62	86.474	5,28%
Anno 2013	1.722.670	6,43	82.043	4,76%
1 Trim. 2014	1.768.987	6,32	23.371	NA
Aprile 2014	1.795.861	6,32	NA	NA

Tabella 8: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad aprile 2014  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

### I fatti

- Circolante titoli di Stato ad aprile 2014 pari a 1.796 miliardi, nuovo massimo storico.
- Vita media residua a 6,32 anni, ai minimi degli ultimi 7 anni.
- Tassi di interesse medi ad aprile: BOT 0,59%, BTP 2,87%, CCT 1,08%, ai minimi degli ultimi 9 anni.

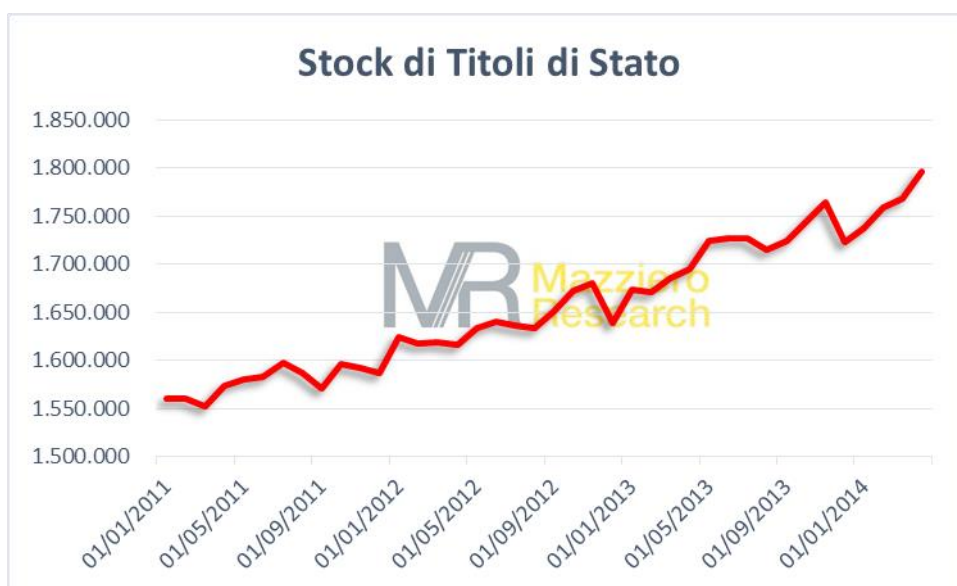
### Il commento

Ancora una volta siamo di fronte a un nuovo massimo storico, 1.796 miliardi di titoli pubblici, indispensabili per finanziare un debito pubblico che non cessa ad aumentare.

L'ammontare è ormai imponente e il Dipartimento del Tesoro, guidato dalla Dott.ssa Maria Cannata, svolge una sorta di *Mission Impossible* per cercare di manovrare un transatlantico nella rada, dosando con sapiente maestria tipologia, scadenze e tagli delle emissioni in funzione delle condizioni di mercato.

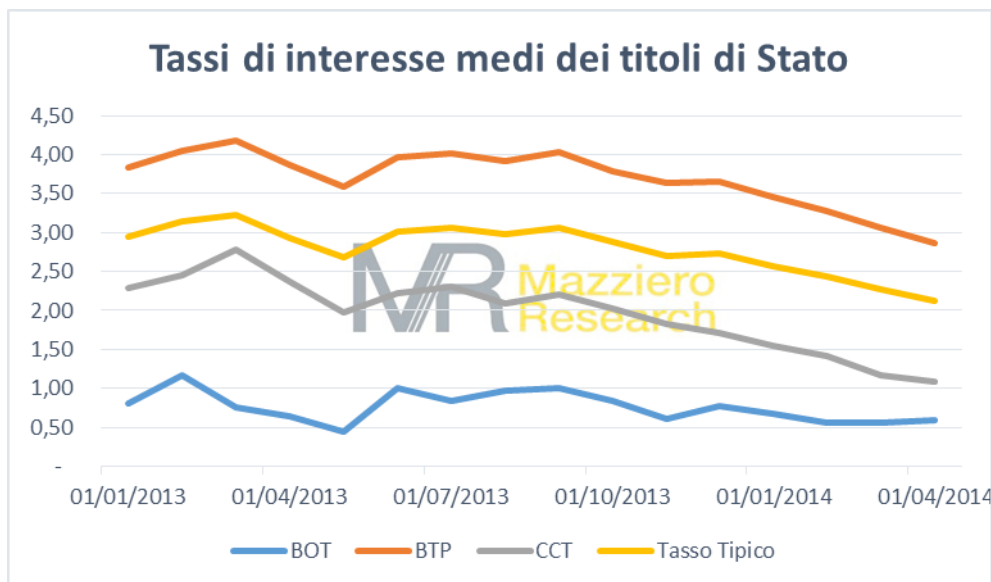
A fine aprile, secondo i calcoli di Intesa Sanpaolo, il Tesoro avrebbe collocato circa il 42% del fabbisogno di quest'anno, con un costo medio di allocazione di 100 punti base (1,00%) inferiore rispetto al 2013. La sensazione è inoltre che il ritmo delle emissioni sia aumentato negli ultimi tempi, forse per anticipare eventuali derive pericolose, che potrebbero giungere da una apertura della procedura per squilibrio eccessivo o da turbolenze post elettorali.

Ancora difficile apprezzare, invece, se un intervento di stimolo della BCE nel meeting di giugno potrà portare benefici e in che misura. Non sopite sono le perplessità della Germania: Weidmann ha confermato che la Bundesbank è pronta a sostenere l'azione della BCE se necessario, puntualizzando tuttavia che non tutte le misure in discussione potrebbero essere adatte, tra queste un *Quantitative Easing*: su tale ipotesi - ha specificato Weidmann - non c'è ancora un sì della banca centrale tedesca. Secondo la Reuters, la BCE starebbe preparando un pacchetto di possibili interventi che include non solo il taglio dei tassi di interesse (incluso quello sui depositi overnight, che passerebbe in negativo) ma anche misure specifiche per sostenere il credito alle piccole e medie imprese.



*Figura 3: Circolante di Titoli di Stato dal 2011 ad aprile 2014  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*

Nella **Figura 3** si può osservare l'impressionante progressione dell'ammontare del circolante di titoli di Stato dal 2011 ad oggi, mentre la **Figura 4** riporta l'andamento dei tassi di interesse medi sui titoli di Stato in emissione.



*Figura 4: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da gen. 2013 ad aprile 2014  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

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 8**. Praticamente tutti i tassi, con una lieve eccezione per quello dei Bot, appaiono vicino ai valori minimi.

## Quanto rende investire in Bot

*In considerazione dell'interesse riscontrato dai lettori per questo Riquadro lo si riporta anche in questo Osservatorio, aggiornando i dati e inserendo una precisazione in merito all'incidenza fiscale sull'investimento.*

È abbastanza curioso calcolare il rendimento di un investitore in Bot; secondo i dati di Banca d'Italia il tasso di interesse medio ponderato ad aprile era dello 0,59%, ma occorre anche considerare che:

- Tale rendimento è soggetto a una ritenuta del 12,5%, che erode quindi un 0,074%.
- Al conto titoli viene applicato un bollo pari allo 0,20% sull'ammontare di ciascun titolo in portafoglio.
- La commissione bancaria per il collocamento costa fino allo 0,30% per i Bot annuali.

Il primo punto in merito all'aspetto fiscale andrebbe meglio precisato in quanto, per i Bot, come espressamente dichiarato dal Dipartimento del Tesoro:

*“La remunerazione, interamente determinata dallo scarto di emissione (dato dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo pagato), è considerata ai fini fiscali anticipata, in quanto la ritenuta per gli investitori individuali si applica al momento della sottoscrizione.”*

Ciò significa che si ha un'ulteriore decurtazione del rendimento a scadenza pari a:

$$r \times 12,5\% \times i$$

Dove:  $r$  = tasso di rendimento lordo;  
 $i$  = tasso d'inflazione del periodo fra la sottoscrizione e la scadenza.

Sostituendo quindi nella formula  $r$  con 0,59% e  $i$  con il tasso di inflazione pari a 0,6% – dovremmo in realtà inserire il tasso di inflazione rilevato alla scadenza del Bot – otterremo un ulteriore 0,00044% di tassazione; un valore quasi trascurabile al momento, ma che potrebbe ampliarsi nel caso di una ripresa dell'inflazione.

Sommando tutte le spese e le tasse otteniamo un valore di 0,57444%, che sottratto al tasso di interesse medio di 0,59% fornisce un rendimento di poco positivo pari allo 0,01556%.

In pratica ogni 1.000 euro di investimento il rendimento di 5,9 euro viene così suddiviso:

- 2,744 euro resteranno allo Stato in tasse e bolli.
- 3,000 euro verranno incassati dalla banca per commissioni.
- 0,155 euro, cioè 15 centesimi, resteranno all'investitore.

Detto in altri termini, fatto 100 il rendimento di un Bot il 46,5% se lo tiene lo Stato, il 50,8% se lo accaparra la banca, mentre al povero risparmiatore rimane solo il 2,7% di questa torta. In pratica il risparmiatore ci mette i soldi e due soci esterni, come una sorta di variabili parassite, si prendono su base anticipata il 97,3% del rendimento.

Stante la situazione non si comprende per quale motivo un risparmiatore dovrebbe investire in Bot ottenendo un rendimento così insignificante per assoggettarsi al rischio associato al forte livello di indebitamento dell'emittente.

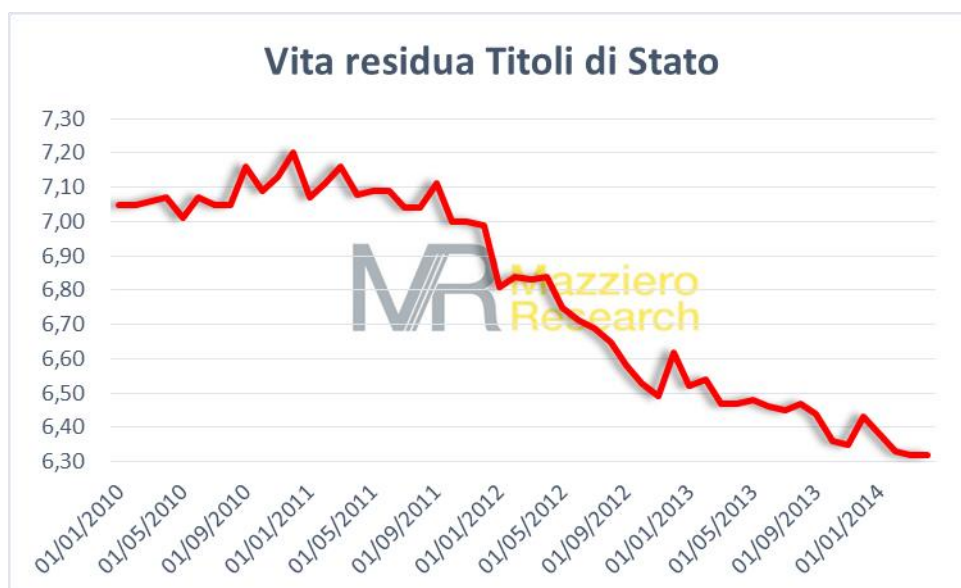


Figura 5: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2010 ad aprile 2014  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Nella **Figura 5** viene mostrata la vita media dei titoli di Stato, il livello è ormai ai minimi degli ultimi 7 anni.

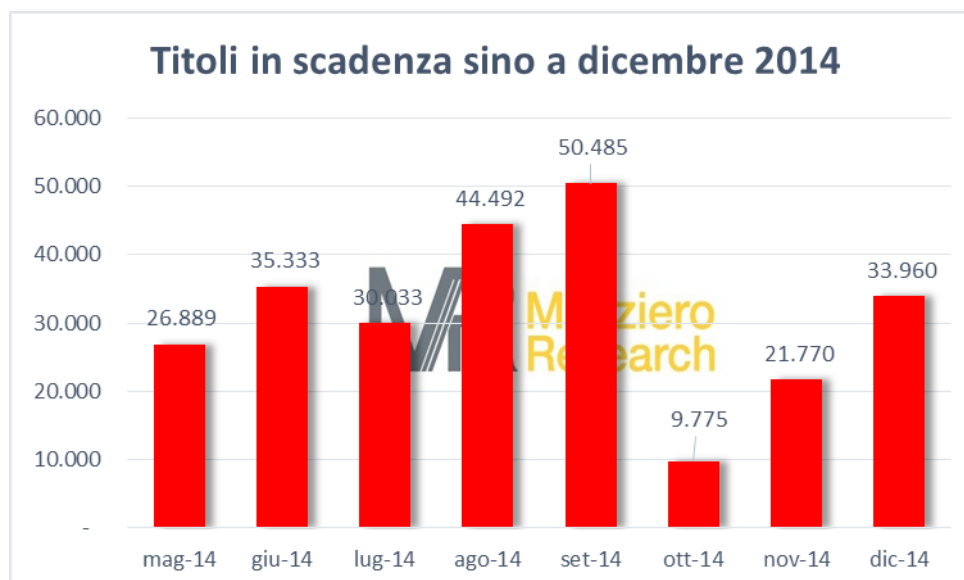
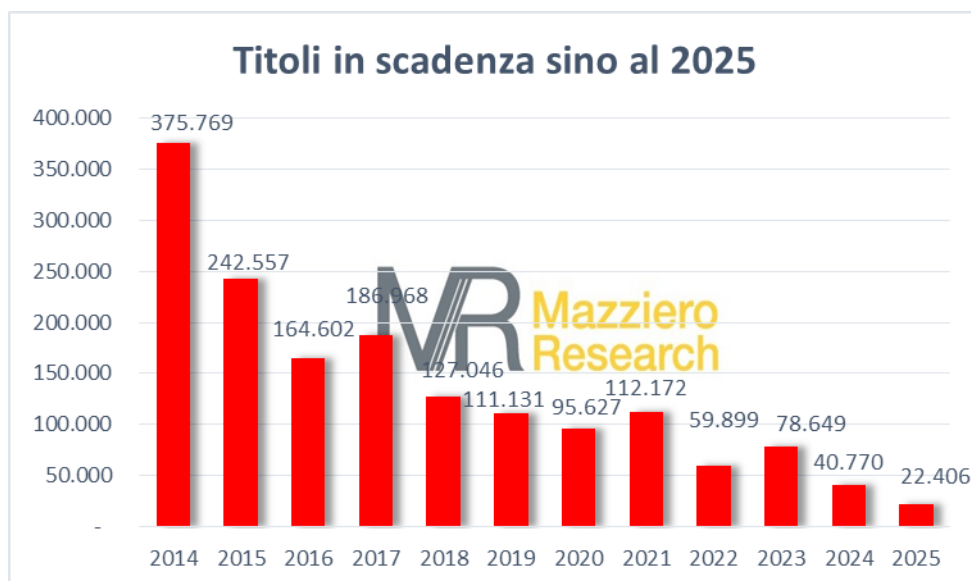


Figura 6: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2014  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

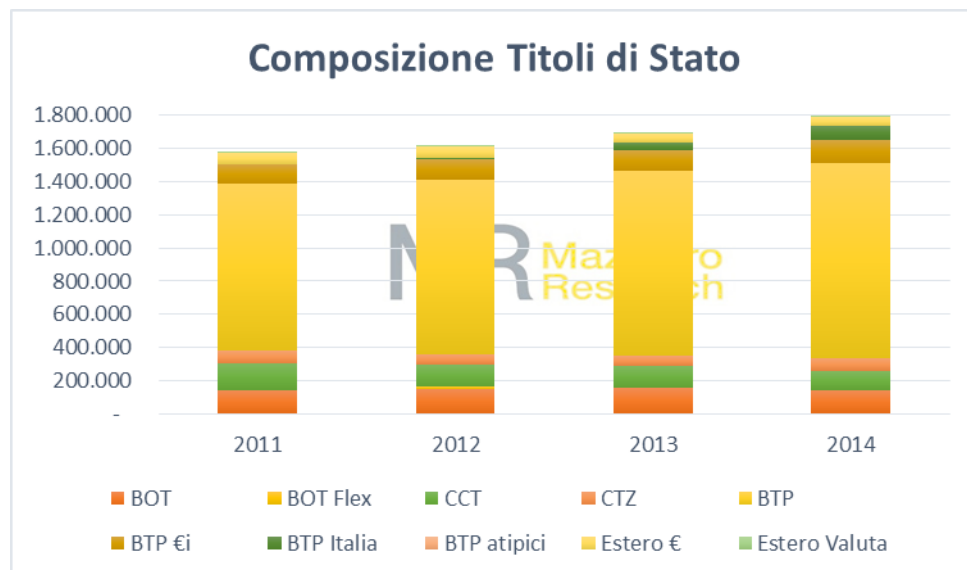
La **Figura 6** mostra l'ammontare di titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2014, come si può osservare tutti i mesi presentano un programma di rinnovo piuttosto impegnativo con una forte impennata estiva nei mesi di agosto e settembre; l'apparente miglioramento degli ultimi 3 mesi dell'anno verrà presto colmato dall'emissione di nuovi Bot semestrali.



La **Figura 7** invece riporta il piano delle scadenze sino al 2025, la diminuzione degli importi già a partire dal prossimo anno non deve trarre in inganno in quanto si tratta di una conferma usuale dato che non comprende la somma allocata in Bot; questi titoli infatti hanno una scadenza inferiore all'anno e vengono costantemente rimesesi.



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



*Figura 8: Tipologia dei Titoli di Stato da aprile 2011 ad aprile 2014  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
142.707	-	117.480	77.141	1.172.900
BTP €	BTP Italia	BTP atipici	Estero €	Estero Valuta
141.200	86.941	513	55.353	1.625

*Tabella 9: Composizione dei Titoli di Stato ad aprile 2014 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*



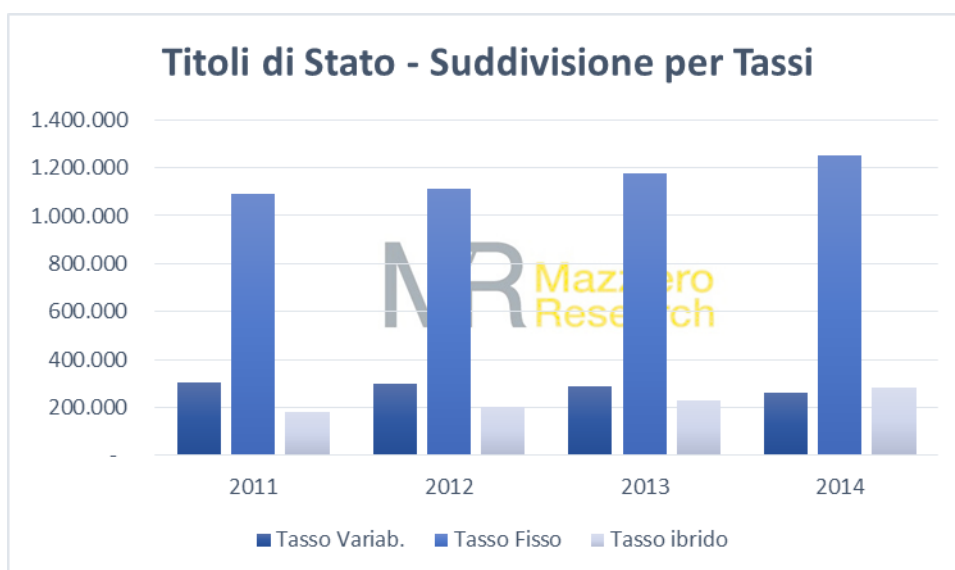


Figura 9: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato da aprile 2011 ad aprile 2014 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 10** presenta la suddivisione della detenzione di Titoli di Stato per classi di investitori a novembre 2013, mentre la **Figura 11** mostra la variazione nel tempo a partire da dicembre 2010.

La somma detenuta dalle banche ha visto un continuo aumento, mentre la porzione detenuta all'estero mantiene una tendenza in contrazione; occorre specificare, inoltre, che la porzione di titoli di Stato detenuta da risparmiatori italiani mediante Sicav è inserita comunque nella categoria estero.

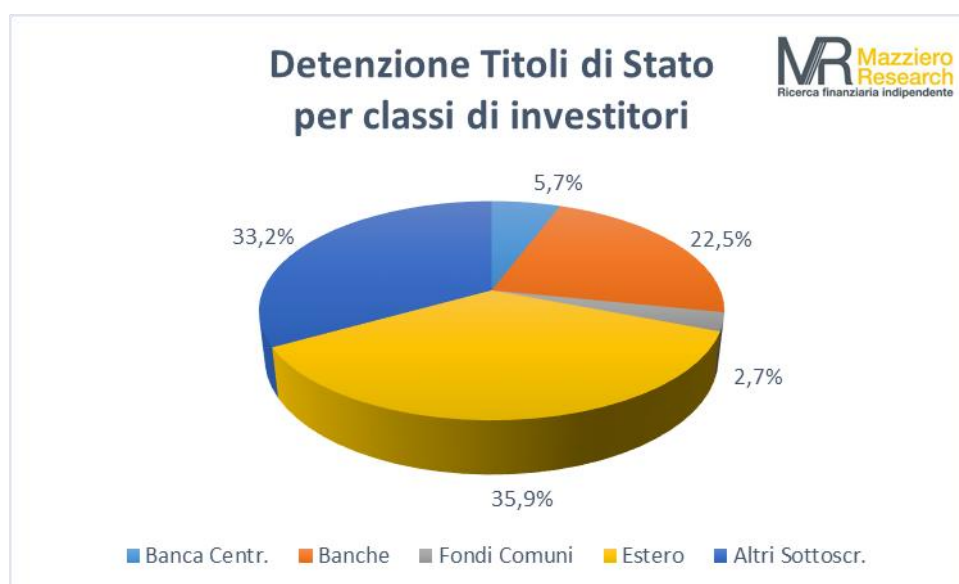


Figura 10: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori a novembre 2013 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

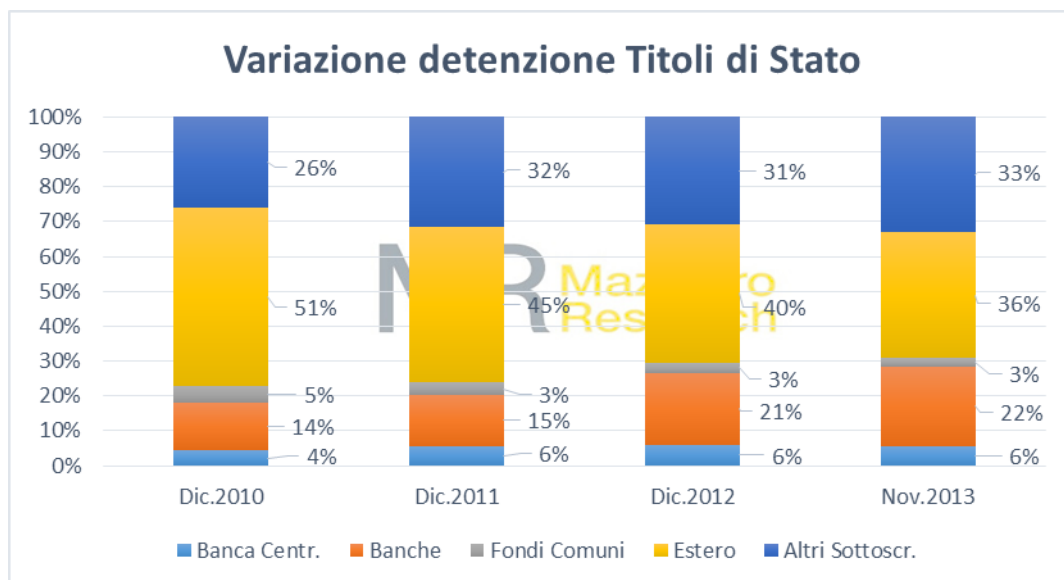


Figura 11: Variazione nelle classi di detenzione di Titoli di Stato da dic. 2010 a nov. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

## Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
<b>Riserve in valuta estera</b>	25.895		23%
<b>Riserve verso FMI</b>	4.253		4%
<b>Diritti speciali prelievo</b>	6.858		6%
<b>Oro</b>	73.336		66%
<b>Altre attività di riserva</b>	-		
		110.342	100%
<b>Altre attività in valuta estera</b>	940	940	

Tabella 10: Riserve Banca d'Italia ad aprile 2014  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Le riserve ufficiali ad aprile 2014 ammontano a 110,3 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a gennaio 2014 è pressoché nulla.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 66% delle riserve totali.

### Il commento

Non vi sono variazioni di rilievo nel valore delle riserve della Banca d'Italia rispetto al gennaio scorso; ancora una volta è il valore dell'oro a determinare questo risultato.

A fine gennaio il metallo giallo valeva 1.240 dollari l'oncia, contro i 1.283 di fine aprile, evidenziando un modesto rialzo controbilanciato da una maggiore debolezza del dollaro: 1,349 a fine gennaio contro 1,387 di fine aprile.

Il risultato nel suo complesso quindi resta neutrale; anche le altre voci relative alle riserve presentano variazioni di modesta entità.

## Il Prodotto Interno Lordo

(Milioni di Euro)	Pil	Delta Pil	Var.Pil - Infl.	Debito pubblico	Deficit/Pil	Debito/Pil
Anno 2000	1.191.057			1.300.341		109,18%
Anno 2001	1.248.648	57.591	2,54%	1.358.333	4,64%	108,78%
Anno 2002	1.295.226	46.578	1,13%	1.368.512	0,79%	105,66%
Anno 2003	1.335.354	40.128	0,30%	1.393.495	1,87%	104,35%
Anno 2004	1.391.530	56.176	1,91%	1.444.604	3,67%	103,81%
Anno 2005	1.429.479	37.949	0,53%	1.512.779	4,77%	105,83%
Anno 2006	1.485.377	55.898	1,71%	1.582.009	4,66%	106,51%
Anno 2007	1.546.177	60.800	2,09%	1.598.971	1,10%	103,41%
Anno 2008	1.567.851	21.674	-2,10%	1.663.452	4,11%	106,10%
Anno 2009	1.520.870	-46.981	-3,80%	1.761.229	6,43%	115,80%
Anno 2010	1.548.816	27.946	0,24%	1.851.217	5,81%	119,52%
Anno 2011	1.580.220	31.404	-0,87%	1.906.737	3,51%	120,66%
Anno 2012	1.565.916	-14.304	-4,21%	1.988.363	2,90%	126,98%
Anno 2013	1.560.024	-5.892	-3,20%	2.067.490	3,00%	132,60%
Anno 2014 (st.DEF)	1.587.100	27.076	0,80%	2.141.454	2,60%	134,90%
Anno 2015 (st.DEF)	1.626.800	39.700	1,30%	2.169.068	1,80%	133,30%
Anno 2016 (st.DEF)	1.676.600	49.800	1,60%	2.176.064	0,90%	129,80%
Anno 2017 (st.DEF)	1.731.000	54.400	1,80%	2.165.654	0,30%	125,10%
Anno 2018 (st.DEF)	1.788.900	57.900	1,90%	2.155.428	-0,30%	120,50%
Anno 2014 (st.UE)	1.569.384	9.360	0,60%	2.121.807	2,60%	135,20%
Anno 2015 (st.UE)	1.588.217	18.833	1,20%	2.126.622	2,20%	133,90%
Anno 2014 (st.FMI)	1.586.324	26.300	0,60%	2.133.741	2,60%	134,50%
Anno 2015 (st.FMI)	1.624.447	38.123	1,10%	2.162.417	2,20%	133,10%
Anno 2016 (st.FMI)	1.667.779	43.332	1,40%	2.175.888	0,80%	130,50%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	43.640	1,40%	2.183.155	0,40%	127,60%
Anno 2018 (st.FMI)	1.753.075	41.656	1,20%	2.186.394	0,20%	124,70%
Anno 2019 (st.FMI)	1.798.045	44.970	0,90%	2.188.358	0,20%	121,70%
Anno 2014 (st.OCSE)	1.567.824	7.800	0,50%	2.105.588	2,70%	134,30%
Anno 2015 (st.OCSE)	1.585.070	17.246	1,10%	2.131.919	2,10%	134,50%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti

*Tabella 11: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2013, 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 0,1% rispetto al trimestre precedente; è sceso dello 0,5% rispetto al 1° trimestre del 2013.
- Il PIL resta dell'8,6% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2014 è -0,2%.



Figura 12: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 1 Trim. 2014  
(Elaborazione su dati Istat)

## Il commento

Il dato del PIL del primo trimestre è stato una doccia fredda per tutti, pochi se l'aspettavano perché sarebbe stato logico dopo una fase di debolezza così prolungata attendersi almeno un recupero con un maggiore spunto.

E invece il risultato, seppur leggermente negativo, è un pessimo segnale che evidenzia tutti i limiti più che dell'imprenditoria italiana, dello Stato che soffoca fiscalmente i cittadini senza restituire né progetti, né speranze.

Infatti, nel precedente Osservatorio nel commentare il dato lievemente positivo di fine anno, si veda la **Tabella 12**, mettevamo nel contempo in guardia: *“Questo dato ci consente finalmente di trarre un sospiro di sollievo, ma nel contempo non ci consente di festeggiare: si tratta di un modestissimo risultato, che potrebbe anche proseguire leggermente più positivo, ma che potrebbe presentarsi nuovamente negativo nel corso di due o tre trimestri qualora non venissero avviate riforme strutturali del costo del lavoro e del livello di tassazione alle imprese.”*

Il Governo Renzi nella predisposizione del Documento di Economia e Finanza (DEF) ha cercato di adottare una maggiore cautela sulle previsioni e infatti ha abbassato le stime di crescita previste dal Governo Letta dall'1,0% per il 2014 allo 0,8% e quelle del 2015 dall'1,7% all'1,3%; tuttavia anche queste stime più caute potrebbero non essere raggiunte visto che un trimestre fiacco dovrebbe poi essere recuperato dai successivi.

Lavorando su questa ipotesi, una crescita dello 0,8% annuo corrisponderebbe grosso modo a una crescita dello 0,2% per trimestre, ma essendo il primo trimestre negativo, i trimestri successivi dovranno recuperare con una crescita maggiore. La **Tabella 13** esamina alcune ipotesi necessarie a raggiungere comunque il risultato dello 0,8% l'anno.

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%	-2,5%	1.565.916
2013	-0,6%	-0,3%	0,0%	0,1%	-0,8%	1.560.024
2014	-0,1%					

**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 1 Trim. 2014  
(Elaborazione su dati Istat)*

La prima ipotesi è quella meno realistica, in cui il primo trimestre resta un incidente di percorso isolato e poi ogni trimestre cresce dello 0,3%; la seconda ipotesi è un recupero positivo timido nel secondo trimestre e poi si arriva a un secondo semestre stabilmente positivo; la terza ipotesi si basa sulla precedente, ma graduando l'accelerazione fra trimestri; infine la quarta ipotesi mostra un buon recupero nel secondo trimestre e una accelerazione molto graduale sui seguenti semestri.

Allo stato attuale è prematuro prevedere quale ipotesi potrebbe realizzarsi e ancor di più stimare se il dato riportato del DEF possa essere raggiunto o si tratti ancora una volta di una chimera.

Però come molti sanno il Prodotto Interno Lordo può crescere per 3 fattori:

- Perché c'è davvero una ripresa economica;
- Per l'inflazione;
- Modificando il modo di calcolare il Prodotto Interno Lordo.

Ipotesi	1 Trim. 2014	2 Trim. 2014	3 Trim. 2014	4 Trim. 2014	Anno 2014
<b>Ipotesi 1</b>	-0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,8%
<b>Ipotesi 2</b>	-0,1%	0,1%	0,4%	0,4%	0,8%
<b>Ipotesi 3</b>	-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,8%
<b>Ipotesi 4</b>	-0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,8%

*Tabella 13: Ipotesi crescita trimestrale 2014 per ottenere una crescita dello 0,8%  
(Elaborazione Mazziere Research)*

## Lo scenario di base del DEF

Le tabelle sotto riportate descrivono lo scenario di base su cui sono state effettuate tutte le stime del DEF che abbracciano un arco temporale piuttosto esteso, sino al 2018.

**TAVOLA II.1: IPOTESI DI BASE**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tasso di interesse a breve termine (1)	0,24	0,61	0,85	1,26	1,79	2,19
Tasso di interesse a lungo termine	4,38	3,61	3,61	3,43	3,45	3,65
Tassi di cambio dollaro/euro	1,33	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36
Variazione del tasso di cambio effettivo nominale	8,2	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Tasso di crescita dell'economia mondiale, esclusa UE	3,7	4,3	4,6	4,8	5,0	5,0
Tasso di crescita del PIL UE	0,1	1,5	2,0	1,8	1,9	2,0
Tasso di crescita dei mercati esteri rilevanti per l'Italia	2,1	4,6	5,8	5,9	5,8	5,7
Tasso di crescita delle importazioni in volume, esclusa UE	3,5	5,4	6,1	6,2	6,1	5,9
Prezzo del petrolio (Brent, USD/barile)	108,6	104,1	99,6	99,6	99,6	99,6

(1) Per tasso di interesse a breve termine si intende la media dei tassi previsti sui titoli di Stato a 3 mesi in emissione durante l'anno. Per tasso di interesse a lungo termine si intende la media dei tassi previsti sui titoli di Stato a 10 anni in emissione durante l'anno.

La prima tabella si riferisce a una serie di ipotesi che sono di per sé ardue da determinare e qualora lo si faccia ci si dovrebbe porre per cautela in un quadro che sia più sfavorevole di quanto potrà risultare.

Non ci sembra di cogliere ciò nell'osservare:

- Tassi di interesse a breve e lungo termine in rialzo, ma in lenta progressione;
- Un cambio euro/dollaro stabile;
- Un prezzo del petrolio stabile e in linea con i prezzi attuali.

**TAVOLA II.2B: PREZZI**

	2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Livello (1)						
Deflatore del PIL	114,3	1,4	1,0	1,2	1,5	1,5	1,5
Deflatore dei consumi privati	117,3	1,3	0,9	1,2	1,5	1,5	1,5
HICP	119,0	1,3	0,9	1,2	1,5	1,5	1,5
Deflatore dei consumi pubblici	110,0	0,0	-0,5	0,1	0,8	0,8	1,1
Deflatore degli investimenti	116,0	0,3	0,8	1,8	1,8	1,6	1,6
Deflatore delle esportazioni	114,3	0,0	0,3	1,2	1,5	1,6	1,6
Deflatore delle importazioni	119,6	-1,9	-0,8	1,1	1,5	1,5	1,5

Nella seconda tabella si traccia lo scenario relativo ai prezzi, ancora una volta troviamo un'inflazione (HICP) che si presenta stabile e a livelli contenuti anche verso le scadenze più lontane.



## Audizione alle Commissioni Bilancio Riunite – 15 aprile 2014

### **Audizione Corte dei Conti - Estratto**

*Nella costruzione del quadro economico internazionale il DEF assume per le principali variabili esogene, valori puntuali di per sé realistici, ma che congiuntamente definiscono uno scenario molto favorevole. [...]*

*In altri termini, il quadro del DEF, che prospetta un'economia internazionale in ripresa (e un prezzo del petrolio che non risale), sarebbe più coerente con una ipotesi di maggiore crescita anche in Europa e, di conseguenza, con un livello dei tassi d'interesse più elevato soprattutto nel periodo 2017-2018. [...]*

*Nessun rilievo, invece, sembra essere stato riconosciuto ad altri fattori, suscettibili di intaccare la previsione di gettito a suo tempo formulata [...] La misura in cui l'IVA assolta dalle Amministrazioni pubbliche, pagando le fatture relative ai debiti pregressi, si traduce in un maggior gettito per l'Erario. Al riguardo, nelle valutazioni ufficiali è implicito un automatismo secondo cui l'imposta pagata dalle Amministrazioni pubbliche sia "riversata" in egual misura al fisco. Si sottovaluta, in sostanza la possibilità (più che verosimile) che una parte dei pagamenti ricevuti dai creditori delle Amministrazioni pubbliche sia dagli stessi utilizzata per regolare a loro volta posizioni debitorie nei confronti dei propri fornitori. E si sottovalutano, soprattutto, gli effetti di compensazione impliciti nella procedura di liquidazione periodica dell'IVA che, operando "per massa", può ridurre (fino ad azzerarla del tutto) l'IVA a debito che il contribuente è tenuto a versare all'Erario.*

### **Audizione Banca d'Italia, Luigi Federico Signorini- Estratto**

*I programmi indicati nel DEF implicano una temporanea deviazione dal sentiero di avvicinamento al pareggio di bilancio strutturale, che dovrà essere esplicitamente approvata dal Parlamento con una procedura rafforzata; l'ammissibilità della deviazione sarà inoltre valutata dalla Commissione europea e dal Consiglio della UE, alla luce dei margini di flessibilità previsti dalle regole europee. [...]*

*Se gli andamenti macroeconomici dovessero discostarsi, anche di poco, dalle previsioni contenute nel DEF, o se non si realizzassero integralmente le dismissioni programmate, il rispetto della regola (Fiscal Compact, Ndr) sarebbe messo a repentaglio.*

In assenza dei primi due elementi, non resta che affidarsi al terzo e in effetti da settembre 2014, l'Istat adotterà il nuovo Sistema europeo dei conti nazionali e regionali, denominato Sec 2010 (o Esa 2010). Naturalmente si tratta di un cambiamento che coinvolgerà non solo il nostro Paese, ma tutta l'Unione Europea ai fini di uniformare tempi e modalità di calcolo dei dati economici.

Come sarà possibile approfondire nella *Note Economiche di Gabriele Serafini* negli *Approfondimenti*, il Sistema Sec 2010 prevede un nuovo modo di calcolo di alcune voci del PIL, che potrebbe portare a un aumento dell'1,25% annuo, o 0,6% semestrale, valori che rendono più vicine le stime di crescita per il 2014 e 2015 del Governo Renzi.

Se quindi riusciamo meglio a comprendere in che modo possano essere maturati i numeri delle "caute" stime del DEF, ve ne sono altri che presentano una forte criticità, si veda a tal proposito il **Riquadro n. 7**. In questo Riquadro che riporta lo scenario base su cui si sono basate tutte le cifre del DEF, notiamo che le previsioni mantengono la sostanziale stabilità

per un lungo periodo di tempo, fino al 2018, per una serie di variabili macroeconomiche che non sono determinate a livello nazionale ma descrivono fattori economici globali.

In periodi di turbolenza, di variazione degli assetti geopolitici, di aumento del peso di paesi emergenti e di crisi cronica non ancora risolta svolgere un esercizio di previsione mantenendo scenari troppo aderenti alla realtà attuale è un esercizio, a nostro parere, se non inutile forse un po' troppo azzardato.

Meglio sarebbe stato individuare delle condizioni più sfavorevoli, determinando ovviamente degli equilibri economici nazionali più precari, ma evitando il consueto "sipario" in ambito europeo quando annualmente si devono ricontrattare nuovi equilibri a causa di risultati non raggiunti.

Le considerazioni sopra esposte potrebbero apparire piuttosto puntigliose (nell'agone politico è ormai di gran voga parlare di gufi, sfascisti o disfattisti), ma sono perlomeno condivise da chi è tenuto istituzionalmente a un controllo dell'azione di Governo, si veda a tal proposito il **Riquadro n. 8** con le audizioni della Corte dei Conti e della Banca d'Italia alle Commissioni Bilancio di Camera e Senato.

La stessa Commissione Europea nelle *Economic Forecast* puntualizzava che:

*Le prospettive economiche in Italia potrebbero essere soggette a rischi di rallentamento derivanti da un ulteriore apprezzamento dell'euro e da tensioni geopolitiche, che potrebbero danneggiare l'atteso recupero trainato dalle esportazioni.*

E ancora dalle Prospettive economiche dell'Ocse:

*La lenta ripresa dalla recessione continuerà nel corso del 2014 con una la crescita lievemente più accentuata nel 2015. Un miglioramento della fiducia aiuterà sia i consumi sia gli investimenti, con qualche ulteriore impulso da tagli fiscali modesti che aumenteranno i redditi delle famiglie. La spesa pubblica resterà debole; anche l'inflazione è destinata a rimanere contenuta.*

*Con una crescita debole e bassa inflazione, il rapporto tra debito pubblico e PIL non inizierà a diminuire prima del 2016. Ciò lascia l'Italia ancora vulnerabile alle potenziali turbolenze dei mercati, e quindi è essenziale a continuare nella riduzione del peso fiscale, basandosi sulla riduzione della spesa in percentuale del PIL. Il nuovo governo ha annunciato sgravi fiscali sul reddito per il 2014, finanziati da tagli alla spesa e piccole misure una tantum. Il taglio delle tasse sarà recuperato nel 2015, se i tagli alla spesa corrispondenti non vengono raggiunti. I piani per ulteriori riforme strutturali sono benvenuti, nel contempo il governo dovrebbe garantire anche l'effettiva attuazione delle riforme precedenti.*

Anche in questa raccomandazione Ocse, troviamo numerosi aspetti già affrontati, ma ve ne sono un paio che occorre sottolineare:

1. Gli sgravi fiscali verranno recuperati nel 2015 qualora i tagli di spesa non siano raggiunti. Ciò non significa che chi ha avuto uno sgravio lo dovrà restituire, ma che verranno varate delle manovre per recuperare i soldi mancanti in virtù degli sgravi.
2. Diverse riforme precedenti, che si pensa siano già state fatte, in realtà non sono state attuate. In pratica gli organismi internazionali si sono trovati più volte di fronte a riforme annunciate con grande enfasi, gli stessi organismi le hanno salutate come benvenute con commenti lusinghieri e poi tali riforme, i cosiddetti "compiti a casa", non sono mai state attuate.

Concludendo, malgrado le smentite, è abbastanza probabile che i delicati equilibri dei conti non reggano e che il Governo sia costretto a una manovra nell'ultimo trimestre dell'anno.



## L'inflazione

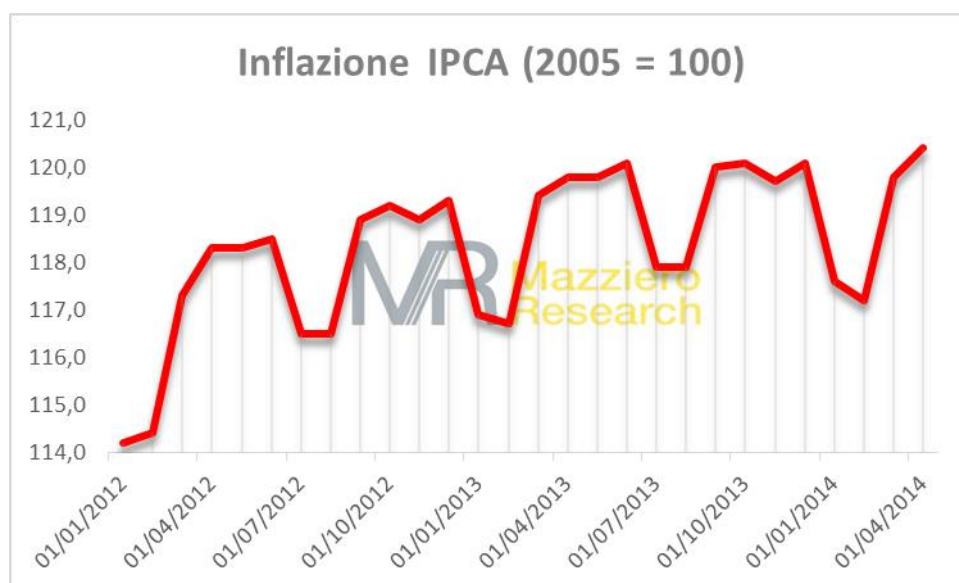


Figura 13: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2012 ad aprile 2014  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Il tasso annuo di inflazione ad aprile è pari allo 0,6%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2014 è pari allo 0,3%.
- L'indice armonizzato dei prezzi al consumo, a base 100 nel 2005, è pari a 120,4 nuovo massimo storico.

### Il commento

Sebbene la maggior paura dei banchieri centrali sia la deflazione e più volte sia balzata alle cronache, all'atto pratico non se ne vede l'ombra.

L'indice IPCA, a base 100 nel 2005, si trova a 120,4 evidenziando una perdita di acquisto in poco meno di 10 anni di poco più del 20%; nel solo mese di aprile l'inflazione è cresciuta dello 0,5%, dopo un balzo di ben il 2,2% nel solo mese di marzo.

Proprio la stranezza di questo balzo e la discrepanza rispetto agli altri indici domestici di inflazione (NIC e FOI) era stata commentata nel sito Mazziere Research con un articolo [L'insostenibile leggerezza nel misurare l'inflazione](#), a cui rimandiamo per maggior completezza.



Figura 14: Confronto del livello annuo di inflazione fra vari paesi (Elaborazione su dati Eurostat)

La Reuters ha riportato a fine aprile un sondaggio secondo cui l'inflazione dovrebbe ormai iniziare a risalire dopo i minimi segnati nel primo trimestre.

Ma gli occhi della BCE restano puntati sull'inflazione dell'Eurozona e in particolare quella tedesca, il governatore Draghi sarebbe pronto a intervenire anche con un inedito quantitative easing, al fine di evitare una spirale deflativa. Secondo indiscrezioni riportate a fine aprile pur prevedendo la BCE un'inflazione bassa per un lungo periodo di tempo, un acquisto di asset non sarebbe imminente.

#### Riquadro n. 9

##### **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 15: Disoccupazione in Italia da gennaio 2012 a marzo 2014  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Disoccupazione: 12,7% a marzo; record storico 13,0% rilevato a febbraio. 42,7% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni record storico.
- Tasso di occupazione: 55,6% della popolazione tra 15 e 64 anni.
- Cassa integrazione: da gennaio ad aprile 2014 autorizzate 352 milioni di ore.

### Il commento

Seppur con una contrazione rispetto al massimo storico del 13% registrato a febbraio, la disoccupazione resta vicina ai massimi livelli anche a marzo (12,7%) e la leggera diminuzione non consente ancora di ipotizzare un'inversione di tendenza.

Ancor più preoccupante è la disoccupazione giovanile che mese dopo mese continua a segnare livelli sempre più alti; nel solo primo trimestre del 2014 è cresciuta dal 41,6% al 42,7%.

La cassa integrazione resta anch'essa una valvola di sfogo troppo sfruttata, che apre spesso la strada alla perdita di impiego permanente; le 352 milioni di ore registrate nei primi tre mesi dell'anno corrispondono a una disoccupazione aggiuntiva del 2,2%, che porterebbe l'ammontare complessivo al 14,9%.

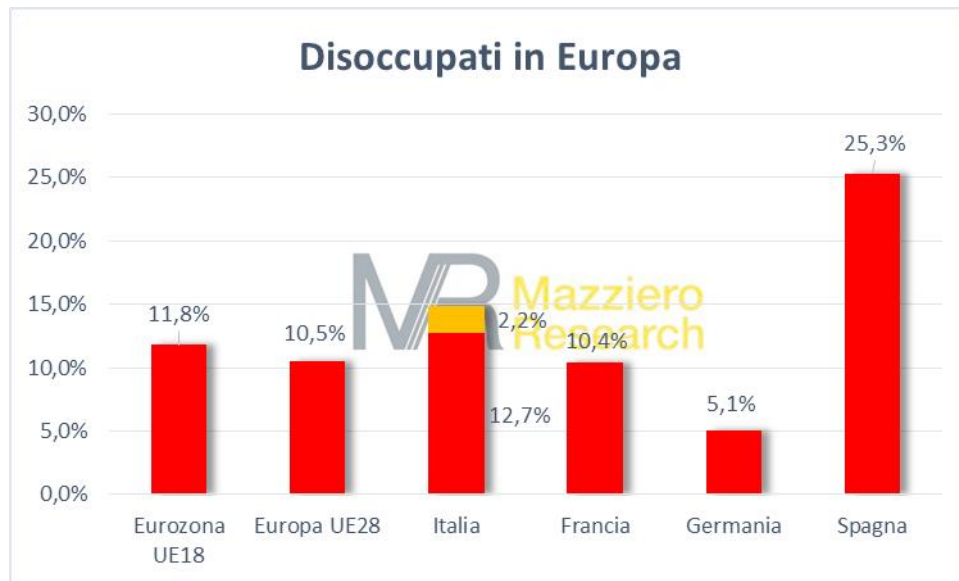


Figura 16: Disoccupazione in Europa a marzo 2014  
(Elaborazione su dati Eurostat)

In ambito europeo si assiste a un miglioramento sia per l'Unione a 28 che per l'Eurozona, diminuisce la disoccupazione in Spagna che segna a marzo un 25,3%, ben al di sotto del 26,9% registrato a maggio dell'anno scorso, resta invece fermo al 10,4% lo *chômage* francese, dopo aver toccato l'11% a giugno scorso.

#### Riquadro n. 10

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 punto di Leonardo Baggiani

#### *La BCE “americana” che non tutti vedono*

Tra timidi segnali di ripresa qua e là in Europa ed il record di fallimenti delle PMI italiane (il tutto condito da incertezze politiche e geopolitiche) è iniziato il 2014. Sul piano economico, nel consueto gioco tra falchi e colombe sulla politica della BCE, si è inserito un nuovo personaggio: la deflazione. I dati di alcuni Paesi, già negativi, hanno trascinato la media europea del tasso di crescita dei prezzi al consumo molto sotto al target BCE, fino allo 0,5%, ingenerando la paura di un generale avvittamento deflazionistico. Nel frangente l'istituto centrale ha annunciato, assieme a varie possibili manovre espansive, un *Quantitative Easing* da € 1.000 miliardi, che però è atteso aver impatti limitati sui prezzi (tra lo 0,2% e lo 0,8%). Ma oltre a questi annunci, che sembrano peccare di timidezza, cosa fa?

<b>Bilancio BCE – Marzo 2014</b>					
(miliardi di euro)					
<b>Attivo</b>		<b>% trim</b>	<b>Passivo</b>		<b>% trim</b>
Finanziamenti	641	-10,7%	Base monetaria	1.146	-9,2%
Titoli	619	+0,7%	Depositi	176	+25,4%
Eestero	285	-0,9%	Eestero	89	-27,8%
Oro	303	-11,9%	FMI	53	-1,6%
Altro	304	-5,5%	Altro	333	+6,8%
			Mezzi propri	356	-10,0%
	2.152	-5,8%		2.152	-5,8%

Nel primo trimestre del 2014 la BCE ha continuato a contrarre il proprio bilancio, come qui riportato ormai da vari trimestri. I finanziamenti al sistema bancario continuano a contrarsi, specialmente a seguito dei rimborsi di operazioni a lungo termine senza contestuale conversione in finanziamenti ordinari. Le “operazioni di mercato aperto” sono sostanzialmente stabili (voce “Titoli”), e comunque ancora coerenti con il più lungo trend discendente. La riduzione dell'esposizione verso il sistema bancario ed il minor valore delle riserve auree spiegano la grandissima parte della nuova contrazione dell'attivo.

La contrazione dei “Finanziamenti” (-€ 76 mlrd) trova quasi perfetto riscontro nel calo della Base Monetaria (-€ 116 mlrd) corretto per i depositi a termine (“Depositi”, +€ 36 mlrd). In effetti è rilevabile un travaso quasi perfetto di moneta dalla *Deposit Facility* (conteggiata nella Base Monetaria) verso i “Depositi”. L'andamento delle riserve auree si riflette quasi perfettamente nei Mezzi Propri. Tutto sommato, è la Base Monetaria a determinare l'andamento del passivo.

La BCE sembra non voler cessare questa impostazione in un certo senso “restrittiva”, forse sfruttando il rinnovato interesse mondiale per i titoli europei (o meglio, l'alto tasso di stampa di moneta americana e asiatica). Rispetto a metà 2012 i finanziamenti al sistema bancario si sono quasi dimezzati, ed il totale di tali finanziamenti ed acquisti diretti di titoli è sceso da circa € 1.900 miliardi a meno di € 1.300 miliardi. Dal 2012, comunque, finanziamenti e titoli hanno costituito abbastanza stabilmente quasi il 60% del bilancio dell'eurosistema, mentre i soli finanziamenti sono arretrati dal 40% al 30%. L'ultima “crisi sovrana” ha quindi modificato il mix di intervento della BCE in una direzione qualitativa più, diciamo, “americana”.

L'annuncio di nuovi stimoli monetari si inserisce bene in questo quadro: circa un anno e mezzo di rientro degli stimoli monetari, che hanno coperto lo stress sui titoli di Stato periferici, ha ricreato spazio (munizioni) per un'operatività più “tipica” di stimolo verso il target di inflazione. Tra l'altro le paure di deflazione sono una ottima “scusa” per stimolare massicciamente il sistema bancario e l'economia reale. Il mandato della BCE è infatti duale e lessicografico: prima il target inflazionistico e poi, in subordine, la crescita economica. Non è quindi un grande sforzo per la BCE, se il problema atteso è la deflazione, decidersi a lanciare importanti stimoli espansivi (e inflazionistici). Tra l'altro, uno stimolo in forma di Quantitative Easing confermerebbe la già evidenziata tendenza “all'americanizzazione” del mix di intervento.

Ma la deflazione è un problema? Dal mio punto di vista la deflazione non è quel pericolo tanto temuto con allegorie millenaristiche. La minaccia della deflazione è però utile nella gestione delle aspettative, che così riviste possono rendere anche il solo mantenimento del target ufficiale BCE una fonte di “sorpresa inflazionistica” molto utile ai debitori netti ed in particolare agli Stati europei (non mi dilungo sul meccanismo, rimandando i dettagli alla bibliografia).

La minaccia deflazionistica è comunque rilevante ai fini del target BCE, ma è una minaccia effettiva? In questo primo trimestre nell'area euro l'indice dei prezzi al consumo è sì in

discesa verso lo 0,5%, ma il deflatore del PIL è ancora atteso attorno all'1,1% o poco più. Il deflatore è una misura dell'inflazione dei prezzi relativa a tutta la produzione dell'anno, ed è calcolato con un certo ritardo; l'indice dei prezzi al consumo è disponibile molto più tempestivamente, ma riguarda un ristretto paniere di soli beni di consumo. L'indice dei prezzi al consumo è stato per lungo tempo un ottimo stimatore del deflatore del PIL, e questo ne ha valso l'ampio uso (i riferimenti in bibliografia sono stati ampiamente considerati in sede di avvio dell'attività della BCE). In tempi più recenti i due indici hanno cominciato a divergere in modo significativo, così che è lecito cominciare a chiedersi su quale dei due effettivamente impostare la politica monetaria: nei termini in cui l'indice dei prezzi al consumo – che tra l'altro, per evitare indicazioni schizofreniche, deve essere depurato delle componenti più volatili come alimentari e energia – è stato impiegato come proxy del deflatore del PIL, ai fini della politica monetaria è quest'ultimo che merita maggior considerazione. Curiosamente si può verificare che lo stimato impatto massimo del Quantitative Easing già proposto ha un impatto massimo di 0,8 punti di inflazione che, nel caso, porterebbero il deflatore del PIL all'1,9%, proprio in linea con il famoso target “*sotto al 2%, ma vicino*”.

In breve, la paura della deflazione è una ottima scusa per perseguire più obiettivi: alleviare il peso reale dei debiti pubblici europei, e lanciare stimoli monetari per l'economia reale o – si dovesse esaurire l'appetito mondiale per i titoli europei – per il mercato del debito pubblico. Però ampliando la visuale da un sottoinsieme dei beni di consumo all'intero PIL annuale, questa paura pare in realtà ancora un po' eccessiva.

*Leonardo Baggiani (@lbaggiani)*  
[www.ideashaveconsequences.org](http://www.ideashaveconsequences.org)

## Bibliografia

- Baggiani Leonardo (2014) “*Paura della deflazione (1/4)*”  
(<http://www.criticaustriaca.it/paura-della-deflazione-14/>).
- Baggiani Leonardo (2014) “*Questa nostra deflazione (2/4)*”  
(<http://www.criticaustriaca.it/questa-nostra-deflazione-24/>).
- Baggiani Leonardo (2014) “*Utilità della deflazione (3/4)*”  
(<http://www.criticaustriaca.it/utilita-della-deflazione-34/>).
- Baggiani Leonardo (2014) “*Deflazione Attesa e Inattesa, e Riflessioni Finali*”  
(<http://ideashaveconsequences.org/deflazione-attesa-e-inattesa-e-riflessioni-finali/leo>)
- Banca Centrale Europea (2014) “*Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 28 marzo 2014*”, comunicato stampa 01/04/2014.
- Bernanke B.S., Mishkin F.S. (1997) “*Inflation Targeting, a New Framework for Monetary Policy?*”, NBER Working Paper n.5893.
- Hall R.E., Mankiw G.N. (1993) “*Nominal Income Targeting*”, NBER Working Paper n.4493.

## 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).

**Deflattore del PIL:** indice ricavato dalla scomposizione del PIL nominale nelle sue componenti di quantità e prezzi, così che il PIL nominale possa venir espresso come prodotto del PIL reale e del deflattore; il deflattore è quindi una misura del livello dei prezzi calcolato su tutta la ricchezza prodotta durante l'anno (PIL), e la sua variazione nel tempo costituisce una ampia misura dell'inflazione.

**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 alternativa di impiego a rischio nullo (ed ormai anche a rendimento nullo).

**Operazioni di mercato aperto & Quantitative Easing:** le operazioni di mercato aperto sono operazioni di acquisto o vendita di titoli finanziari quotati (generalmente bond governativi, ma anche particolari bond bancari) da parte della Banca Centrale per, rispettivamente, ridurre o incrementare la massa monetaria in circolazione; il Quantitative Easing è una sorta di riproposizione moderna delle classiche operazioni di mercato aperto, effettuate per importi particolarmente elevati e con una precisa specificazione dei titoli in oggetto in quanto rappresentativi di un particolare canale di trasmissione della politica monetaria o di un particolare segmento dell'economia (ad es.: i titoli di Stato) a cui far arrivare direttamente lo stimolo monetario.



## Il focus di Silvano Fait

### Mercato monetario I trimestre 2014

Nel primo trimestre 2014 la Banca Centrale Europea ha mantenuto il tasso di rifinanziamento invariato allo 0,25% mentre l'Euribor a 3 mesi ha mostrato un leggerissimo rialzo passando dallo 0,274% (media di dicembre 2013) allo 0,305% (media marzo 2014). Sulla base delle stime Eurostat il tasso di inflazione è sceso allo 0,5% contro lo 0,8% registrato a dicembre 2013: la diminuzione riflette la caduta del tasso di variazione delle componenti alimentari, beni e servizi parzialmente compensata da un declino più moderato dei prezzi dell'energia. Quattro paesi, Cipro, Grecia, Spagna e Portogallo hanno registrato variazioni negative su base annua alla fine del primo trimestre.

Il differenziale di inflazione tra paesi core e periferici rimane nel complesso troppo limitato per permettere un significativo recupero di competitività di prezzo a breve termine in grado di riassorbire l'elevato tasso di disoccupazione nonostante la congiuntura manifesti qualche lieve cenno di ripresa.

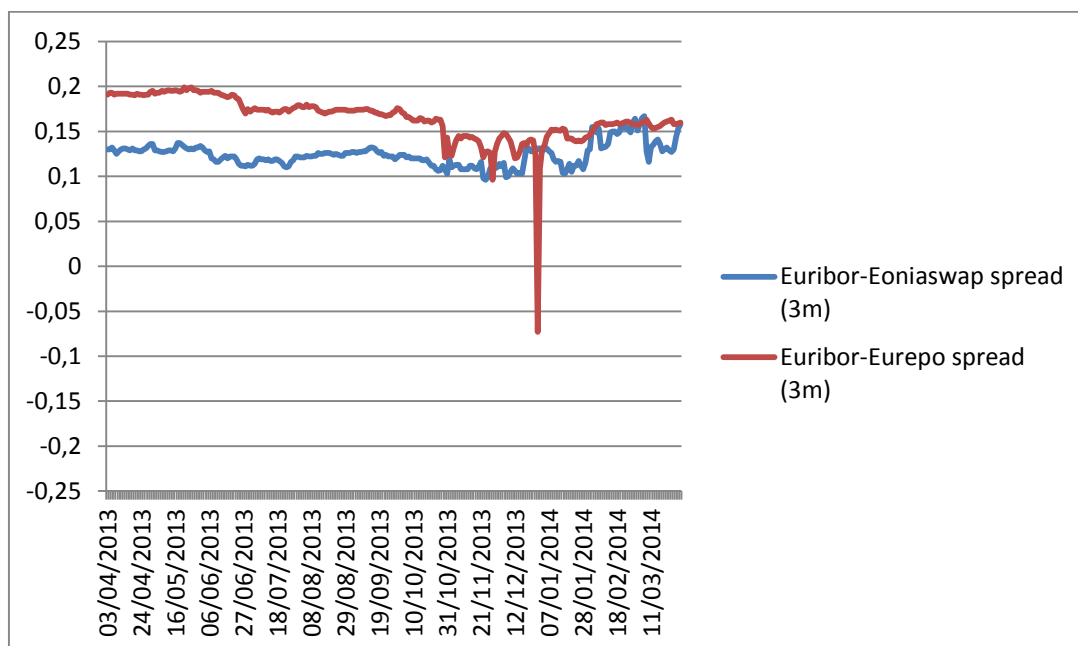


Per quanto riguarda l'offerta monetaria il tasso di crescita dell'aggregato più ampio M3 rimane stabile all'1,3%. Su base annua i movimenti di portafoglio riflettono il processo di deleveraging e di riallocazione verso la componente più liquida del mercato monetario M1. In febbraio si sono registrate vendite da parte degli intermediari finanziari di attività di portafoglio originate nei settori privato e corporate, in linea con il processo di riduzione della leva finanziaria sopra descritto e di un ritrovato interesse verso l'area euro da parte degli

investitori globali. Il processo è stato trainato principalmente dagli istituti di credito dei paesi periferici ed ha contribuito a ridurre la dipendenza del settore bancario dalle operazioni di rifinanziamento della Banca Centrale Europea.

I finanziamenti verso il settore privato hanno registrato un calo su base annua del -2%, particolarmente concentrato nei prestiti alle imprese con durata compresa tra i 12 e 60 mesi: -3,1% in febbraio. Vi sono segnali di miglioramento per quanto riguarda la capacità da parte del settore corporate di raccogliere finanziamenti esterni sul mercato dei capitali mentre rimane critica la situazione per le imprese di piccole e medie dimensioni interamente dipendenti dal credito bancario. In modesto aumento i prestiti alle famiglie che fanno registrare sempre nel mese di febbraio un incremento dello 0,4% su base annua. Aumentano anche gli attivi esteri detenuti dagli intermediari finanziari dell'eurozona, dato coerente con l'andamento positivo del saldo delle partite correnti.

Come già detto durante il I trimestre 2014 i tassi di interesse sul mercato interbancario hanno registrato un modesto aumento così come è lievemente aumentata l'inclinazione delle curva dei tassi a breve termine dove il differenziale tra Euribor a 12 mesi ed Euribor a 1 mese è cresciuto in misura marginale. Nel corso del trimestre è continuato il rimborso delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) iniettate nel mercato tra il 2011 ed il 2012 mentre sono in corso di preparazione gli aumenti di capitale da parte del settore bancario necessari a fronteggiare i previsti stress test di fine anno. Tra gennaio e marzo l'interesse da parte degli investitori internazionali nei confronti dei mercati europei si è mantenuto a livelli sostenuti complici sia il buon andamento dei mercati azionari che gli afflussi di liquidità dai paesi emergenti.



A Marzo la Banca centrale europea ha pubblicato il manuale per l'esame della qualità degli attivi (Asset Quality Review, phase 2) delle banche europee che sarà condotto dalla stessa Bce, prima di assumerne la responsabilità della vigilanza a partire dal prossimo novembre. Saranno posti sotto esame 128 istituti di credito a livello europeo. Il documento fornisce le linee guida per la conduzione dell'esercizio alle autorità nazionali competenti (le Banche Centrali Nazionali dell'Eurosistema) e ai soggetti terzi di cui si avvalgono. La seconda fase, successiva alla selezione dei portafogli (prima fase), durerà fino ad agosto 2014. La conclusione del processo di esame della qualità degli attivi è prevista per ottobre, con la pubblicazione dei relativi risultati unitamente agli esiti degli stress test condotti in cooperazione con l'Autorità bancaria europea.

L'Asset Quality Review ha come obiettivo quello di accrescere la trasparenza dei bilanci delle banche significative, stimolare i necessari interventi correttivi sui bilanci e ripristinare la fiducia degli investitori prima dell'assunzione dei compiti di vigilanza da parte della Bce. Nello specifico la seconda fase metterà sotto esame un totale di 3,72 miliardi di euro di attivi ponderati per il rischio che corrispondono al 58% delle attività ponderate per il rischio delle banche sottoposte all'esercizio. I filoni principali dell'Asset Quality Review interesseranno l'analisi dei processi, delle politiche e delle pratiche contabili, l'esame delle posizioni creditizie e la stima del valore delle garanzie, l'analisi delle attività di terzo livello al fair value. Al termine le banche europee avranno da 6 a 9 mesi per coprire il fabbisogno di capitale che emergerà dalla valutazione complessiva da parte della Bce. La scadenza più ravvicinata si applica agli istituti che non passeranno la AQR e lo scenario base degli stress test, quella di nove mesi ai soggetti che pur superando lo scenario base non saranno ritenuti in grado di fronteggiare quello avverso.

*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.

## **Il commento di Andrew Lawford**

### **I Diritti Speciali di Prelievo: l'ultima spiaggia delle riserve**

I diritti speciali di prelievo (DSP) sono un concetto piuttosto arcano per la maggior parte delle persone, ed è probabile che così piaccia alle istituzioni che li utilizzano. In questo articolo, si cercherà di spiegare che cosa sono e che ruolo potrebbero giocare in un'eventuale crisi futura.<sup>1</sup>

I DSP furono creati dal Fondo Monetario Internazionale nel 1969 per essere un supplemento alle riserve dei suoi stati membri. La descrizione che ne offre il FMI è piuttosto difficile da capire:

*“Il DSP non è né una valuta, né un debito del FMI. Piuttosto, è un diritto potenziale di possedere le valute liberamente scambiabili degli Stati membri del FMI.”*

Che cosa potrebbe veramente significare si vedrà più avanti.

#### **Come si fa ad ottenere un DSP?**

Il FMI può allocare i DSP agli Stati membri sulla base della loro quota di [partecipazione al FMI](#). Ovviamente non è possibile possederne uno se si è parte del settore privato.

#### **Come sono composti?**

Attualmente sono scambiabili per un paniere di quattro valute (Euro - 37,4%; Yen - 9,4%; Sterlina GB - 11,3%; USD - 41,9%) e hanno un valore [calcolato](#) in 1,54235 USD (dati FMI del 16 maggio). Il paniere viene rivisto ogni cinque anni e la prossima revisione è prevista per il 2015.

#### **A che cosa servono?**

La risposta è: dipende. L'allocazione di DSP che riceve una nazione in base alla sua partecipazione al FMI è, in effetti, una finzione contabile. Il DSP è, nelle parole del FMI: “un

---

<sup>1</sup> Alcune di queste idee sono state elaborate dopo aver sentito una discussione con l'autore James Rickards, che recentemente ha pubblicato un libro su questo tema (si vedano i riferimenti in bibliografia).

attivo internazionale di riserva senza costo né condizioni.” L’allocazione è autofinanziata, nel senso che: “se un membro non utilizza la sua allocazione di DSP, il costo dell’allocazione è uguale agli interessi ricevuti.” Se, invece, uno Stato dovesse aumentare o diminuire il numero di DSP nel proprio portafoglio rispetto all’allocazione iniziale (gli Stati possono liberamente acquistare e vendere i DSP attraverso un apposito servizio di negoziazione del FMI), guadagneranno o pagheranno interessi al tasso DSP stabilito dal FMI.

Dopo aver letto quanto sopra, non sembra nemmeno che il DSP possa avere un vantaggio rispetto ad un accordo di prestito bilaterale tra una nazione e un’altra in cui il rimborso è previsto in un determinato paniere di valute. Il meccanismo di negoziazione dei DSP, però, nasconde un modo per favorire la fornitura di liquidità anche in assenza di volontà da parte di uno Stato acquirente:

“Qualora ci fosse una liquidità insufficiente nel sistema di negoziazione volontario, il FMI può attivare il meccanismo della designazione. Questo meccanismo prevede che i membri che abbiano una posizione esterna sufficientemente forte possono essere designati dal FMI a comprare, entro una somma determinata, dei DSP in cambio di valute negoziabili, da membri che abbiano una posizione esterna debole. Questo sistema serve per garantire la liquidità e la natura di attivo di riserva del DSP.”

Se il concetto sembra poco chiaro, ecco una risposta nella pagina [FAQ del sito](#) alla domanda:

*“Ci sarà sufficiente liquidità nel mercato volontario?”*

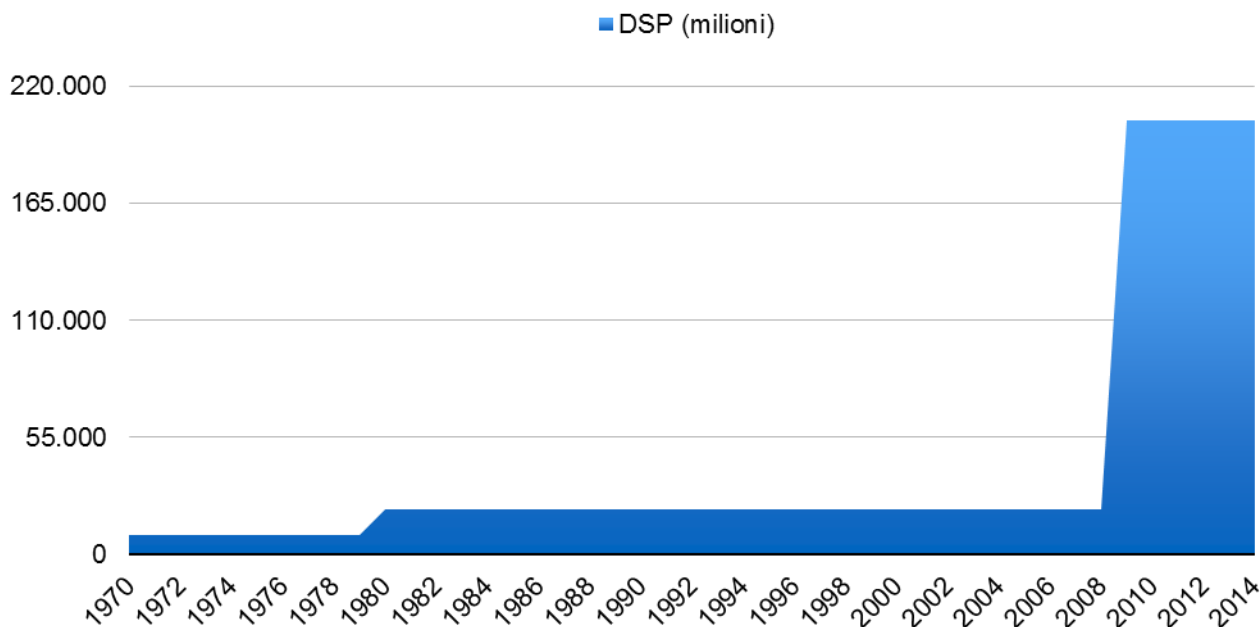
“In ogni caso, il meccanismo di designazione garantirà che qualsiasi Stato che vuole vendere dei DSP per risolvere un problema nella bilancia dei pagamenti potrà sempre ottenere la somma di valuta necessaria senza attese.”

### **L’ultima spiaggia delle riserve**

A quanto pare, il FMI è in grado di deliberare un aumento dei DSP, che vengono distribuiti a tutti gli Stati membri, e può, inoltre, obbligare uno Stato “forte” ad acquistarne da uno che naviga in acque cattive. Attenzione che non si trattano di “finanziamenti” da parte del FMI; sono regali veri e propri e costituiscono l’ultima spiaggia per le riserve mondiali.

A prova di questo fatto, si veda il grafico dei DSP in circolazione a partire dalla loro invenzione nel 1969/70. Sembra già chiaro che il meccanismo è stato utilizzato in una certa

misura durante la crisi, quando sono balzati da 21,4 miliardi a 204 miliardi nel corso del 2009. 204 miliardi di DSP sono circa 315 miliardi USD; ancora una somma relativamente contenuta nel contesto delle banche centrali mondiali, ma il loro utilizzo con lo scopo di gestire le crisi è ormai consolidato.



Il FMI non ne fa un segreto. Nella sezione [FAQ del sito](#), si legge in risposta alla domanda: *“Perché è stato necessario fare un’ulteriore allocazione di DSP nel 2009?”*

“È un esempio importante di una risposta monetaria cooperativa alla crisi finanziaria globale: attraverso la fornitura di risorse finanziarie incondizionate a quegli Stati che si trovavano senza liquidità, si è ammorbidito il bisogno di cambiamenti economici e si è aumentata la possibilità di impiegare politiche espansive, ove c’era bisogno a causa dei rischi di deflazione.”

Quindi, se qualcuno si domanda quale sarà la risposta delle banche centrali alla prossima crisi che dovesse scoppiare, può darsi che la misura contempli una “risposta monetaria cooperativa” del FMI. Inoltre, sarà interessante vedere se il paniere di valute che costituisce il DSP verrà allargato nel 2015. Già si è avuta una discussione al riguardo nel 2010 in sede dell’ultima revisione e nel 2009 il governatore della Banca Centrale Cinese ha lanciato l’idea di una “nuova valuta” gestita dal FMI. Forse non è un caso che la Cina risulti tra i primi in classifica dei detentori di DSP “in esubero” rispetto alla propria allocazione.

Per pura curiosità, si riportano i più grandi saldi a surplus e a deficit rispetto all'allocazione originale di DSP da parte del FMI (dati al 31 gennaio 2014).

*Andrew Lawford*

## **Bibliografia**

Saldo - Allocazione DSP (alcuni Stati)

<b>Giappone</b>	786.3	<b>Ucraina</b>	(1289.1)
<b>Libia</b>	549.8	<b>India</b>	(1090.8)
<b>USA</b>	518.2	<b>Ungheria</b>	(977.3)
<b>Cina</b>	312.8	<b>Francia</b>	(948.9)
		<b>Romania</b>	(919.8)
		<b>Germania</b>	(580.2)
		<b>Regno Unito</b>	(486.1)
		<b>Italia</b>	(449.4)
		<b>Pakistan</b>	(436.5)
		<b>Arabia Saudita</b>	(418.7)

IMF - [Factsheet - Special Drawing Rights \(SDRs\)](#)

IMF - [Quarterly Statements - 31/01/2014](#)

James Rickards - [The Death of Money: The Coming Collapse of the International Monetary System](#)



# Stima e rappresentazione degli aggregati economici

(Note economiche)  
di *Gabriele Serafini*

## *Introduzione*

Come ho già riportato altrove (Serafini, 2013), in merito ai meccanismi di quantificazione della ricchezza prodotta da un sistema economico, fra USA ed Europa vi sono dei differenti meccanismi di contabilizzazione applicati a circa *un quinto* del PIL USA. Nei paragrafi seguenti indichiamo brevemente in che cosa consistano questi metodi statistici e quali ulteriori cambiamenti sono in corso di introduzione nei sistemi contabili nazionali.

### *1. Differenti metodi di stima della produzione*

Secondo quanto previsto dai differenti Sistemi di Contabilità Nazionale in merito alle valutazioni delle grandezze economiche in termini *reali*, in Italia (e quasi in tutta l'Europa) le merci il cui valore compone il PIL sono valutate a *prezzi costanti*, moltiplicando le quantità vendute per un indice dei prezzi che tiene conto di eventuali perdite di potere d'acquisto della moneta riscontrate nel tempo (ISTAT, 2011 e 2012; in particolare, ad oggi si impiegano *indici concatenati*; cfr. Serafini, 2012).

Negli USA, invece, per una parte consistente del PIL (secondo gli ultimi dati disponibili, almeno il 20%; vedi: BEA, 2011a e 2011b; BLS, 2011) circa una decina di tipologie merceologiche è aggregata mediante una procedura che

ricalcola il prezzo effettivamente rintracciato sul mercato, modificandolo. In particolare, se da un periodo al successivo una merce cambia per caratteristiche intrinseche, il suo prezzo di mercato non viene più considerato come l'importo per cui moltiplicare le quantità scambiate al fine di ottenerne il valore da inserire nel PIL.

In sua vece, si attua una procedura che mediante una *funzione di regressione* (uno strumento statistico–matematico che in questo caso è impiegato per “collegare” nel tempo le variazioni intercorse fra una serie di variabili) rielabora i prezzi riscontrati nel tempo e li modifica in base alle caratteristiche che sono cambiate nel tempo. In questo modo, il prezzo considerato per la stima del PIL non è più quello di mercato ma è quello elaborato negli uffici del *Bureau of Economic Analysis (BEA)* del Governo statunitense, integrato con quanto elaborato anche dal *Bureau of Labor Statistics (BLS)*.

Questa procedura prende solitamente il nome di *valutazione edonistica*, o “*edonica*” stando alle traduzioni italianizzate degli *Hedonic Indexes* ossia dei particolari indici dei prezzi impiegati per predisporre queste differenti quantificazioni. Come avviene concretamente questa modifica è presto detto (Triplett, 2004; Stewart, Reed, 1999): gli incaricati delle rilevazioni statistiche (*price collectors*) sul mercato USA segnalano la merce che ha caratteristiche differenti rispetto a quelle del periodo osservato precedente. Si stabilisce così che il prezzo di mercato si riferisce a una merce *diversa* rispetto a quella del periodo precedente e non si confrontano i due prezzi ponderati per le quantità scambiate; invece, si comunica al *BEA* ed al *BLS* la necessità di stimare il prezzo sulla base di una funzione le cui variabili sono le caratteristiche che compongono il *nuovo* bene in confronto al *precedente*. Gli uffici statistici procedono quindi a ricalcolare il prezzo della merce in vendita, che sarà difforme rispetto a quello di mercato *effettivamente pagato* dagli agenti economici.

Sottolineiamo due aspetti di questa procedura che riguarda quindi la “*stima*” dei prezzi di mercato in luogo della loro “*osservazione*”.

1. Dato che il prezzo *edonico* non è quello *di mercato*, una volta che esso sia stato inserito nell’indice dei prezzi, ovviamente sarà diversa anche la variazione dei prezzi contabilizzata e quindi sarà diversa la variazione stimata del PIL reale.

2. Le caratteristiche delle merci di cui stiamo parlando non sono di natura *qualitativa e tecnologica*, perché in questo caso si utilizzano gli “Indici dei prezzi corretti per la qualità” – *Quality adjusted indexes*.

In merito al secondo punto, se nel tempo cambiano le caratteristiche interne e quantificabili di una merce, ad esempio pensiamo ad un *computer* ed alla sua velocità di elaborazione o capacità di immagazzinamento dati, la procedura della ponderazione del prezzo mediante queste differenti caratteristiche, senza considerare solamente che *un computer è sempre un computer*, ci vede d’accordo. La differente *qualità* di una merce è correttamente trasformabile in differente *quantità* scambiata (Siesto, 1996).

Ma nel caso della valutazione edonica i cambiamenti che caratterizzano le valutazioni riguardano, ad esempio, l’*utilità* che può trarre l’agente economico dal comperare un pantalone *jeans* già lacerato, oppure logoro; oppure il *piacere* che lo stesso agente può trarre dall’acquisto di una merce in funzione del *brand* o del *logo* riportato sull’indumento. Sottolineiamo che, secondo la teoria economica (Marshall, 1890–2006), il prezzo di mercato già sconta queste caratteristiche in quanto, ad esempio, proprio il *brand* è uno degli elementi importanti per le scelte di consumo di una merce (Porter, 2004–2011). Il punto, quindi, è che in questo caso *il prezzo di mercato non è più considerato* e si riformula in laboratorio la sua quantificazione. Modificata questa, si modifica anche il PIL reale e quindi la sua variazione nel tempo ed i confronti internazionali risultano necessariamente fuorvianti.

La valutazione edonica, quindi, da un lato individua la necessità di stimare la modificazione intervenuta nelle caratteristiche dei beni, al di là di quanto viene fatto nel mercato mediante il prezzo; dall'altro – a nostro avviso in maniera contraddittoria rispetto al punto precedente – ritiene che la valutazione del mercato avvenga correttamente tramite il *prezzo*, anche se esso è quantitativamente da modificare rispetto a quello di mercato (Serafini, 2013).

## *2. Come affrontare la questione del cambiamento delle caratteristiche*

In Italia per affrontare le continue variazioni dei beni scambiati sul mercato, benché si pongano comunque i due problemi appena rilevati – quello di considerare le *variazioni dei beni* e quello di considerare il miglior modo di *aggregarli* mediante un adeguato indice dei prezzi – si opera in maniera differente.

In merito alle *variazioni dei prezzi*, ISTAT ed EUROSTAT, seguendo anche la migliore teoria economica al riguardo (Fisher, 1911-2006, 1921, 1922) impiegano *Indici concatenati dei prezzi*.

Si tratta di indici costruiti in modo da tenere in considerazione il fatto che nel tempo le quantità scambiate variano velocemente e quindi non sembra adeguato misurare la sola variazione intercorsa nel prezzo di un bene, le cui quantità scambiate siano variate di molto da un periodo all'altro. In questo caso, l'indice sarà dato dalla moltiplicazione fra loro degli indici dei prezzi di una serie di *sotto-periodi* in cui viene suddiviso il periodo di osservazione. Così, i prezzi saranno ponderati mediante delle quantità il cui ammontare varia nel tempo in funzione delle quantità effettivamente scambiate sul mercato. In termini un po' più specialistici, diciamo anche che in questo modo si limitano gli effetti della tendenziosità positiva dell'Indice di Laspeyres impiegato per quantificare le variazioni dei prezzi del paniere monitorato (per approfondimenti: Serafini, 2012).

In merito alle *variazioni delle tipologie merceologiche*, invece, l'ISTAT opera mediante la procedura del *Ribasamento* (ISTAT, 2012). Essa consiste nel modificare ogni inizio anno il paniere delle merci le cui variazioni di prezzo e quantità sono monitorate. In questo modo, il paniere è sempre aggiornato in funzione delle percentuali di consumo effettivamente realizzate dagli agenti economici e delle differenti merci che entrano ed escono dai consumi stessi implementati dagli agenti economici.

Seguendo queste due procedure, in queste righe solo appena accennate, l'ISTAT risolve in maniera meno “innovativa” le questioni statistiche connesse con l'aggregazione delle merci e la quantificazione delle variazioni delle loro quantità e dei relativi prezzi, ribadendo la grande competenza che viene riconosciuta a questo Istituto a livello internazionale.

Per arrivare a descrivere coerentemente un complesso sistema economico come quello moderno, ci sono però dei cambiamenti ulteriori che avvengono ad un livello più elevato di aggregazione. Si tratta dei cambiamenti delle *classificazioni* e delle *rappresentazioni* degli aggregati economici, realizzati al livello macroeconomico e particolarmente in Contabilità Nazionale, ossia nelle sequenze dei *conti* che descrivono la *produzione*, la *spesa*, il *reddito*, il *valore aggiunto*, il *risparmio* e tutte le altre grandezze dalle cui quantificazioni dipendono le scelte di politica economica. Indichiamo pertanto nel prossimo paragrafo una delle modifiche più importanti che si stanno per realizzare nel nostro sistema statistico economico col fine di porre l'attenzione sulla necessità di un monitoraggio continuo e di una spiegazione, anche divulgativa, di queste innovazioni.

### 3. I cambiamenti previsti da ESA 2010

I metodi di stima degli aggregati di Contabilità Nazionale sono oggetto di condivisione a livello internazionale ed anche in presenza di differenze significative come quelle indicate nel *paragrafo 1*, da oltre cinquant'anni si assiste ad una progressiva tensione verso l'omogeneizzazione dei metodi stessi (Vanoli, 2005). Scriviamo allora le successive righe per indicare l'importanza delle definizioni statistiche ed economiche, per intendere il loro potenziale impatto sulle scelte di politica economica dei Governi, e per introdurre idealmente un lavoro successivo nel quale presentare delle proposte di integrazione.

Sino ai Conti nazionali del 2013 il metodo di Contabilità nazionale in vigore nell'Unione Europea ed adottato dagli uffici statistici dei Paesi che vi aderiscono, fra cui l'Italia, è stato il cosiddetto SEC95 (per una cui spiegazione introduttiva, vedi: Serafini, 2012).

A partire dalla seconda parte del 2014, invece, gli aggregati economici si adatteranno al nuovo Sistema dei Conti Nazionali denominato ESA2010 (EU, 2013), il cui impianto rimane simile a quello del precedente del SEC95 ma nel quale è stata modificata una caratteristica della quale vogliamo trattare (assieme ad altre di minor impatto economico), che avvicina la metodologia di classificazione a quella già implementata negli USA. Si tratta della "collocazione" della *Spesa per ricerca e sviluppo* all'interno dei Conti nazionali.

Sino al SEC95 la spesa per ricerca e sviluppo delle imprese (che in Italia pesa circa per il 1,25% del PIL mentre negli USA per più del doppio) è stata contabilizzata fra i Costi intermedi. Questo significa che tale spesa è stata considerata come una spesa interna alle imprese e propedeutica alla produzione dell'*output finale*. Secondo le modifiche prospettate dall'ESA2010, questa

spesa deve invece essere considerata come facente parte degli *Investimenti* realizzati da una impresa come *output*.

Per i “non specialisti”, si potrebbe trattare solo di giri di parole che sostanzialmente indicherebbero la stessa cosa. Invece non è così. Nel primo caso, la spesa per ricerca e sviluppo è considerata come una spesa per produrre, che *non fa parte dell’output* dell’impresa stessa; nel secondo caso, invece, l’investimento realizzato consisterebbe di una spesa realizzata *ad integrazione del valore dell’output finale*.

In termini di *aggregati* economici, nel primo caso la spesa per ricerca e sviluppo *non* fa parte del PIL; nel secondo caso, in quanto investimento, la spesa per ricerca e sviluppo, così come accade da tempo nel sistema di contabilità nazionale USA, *fa parte* del PIL, aggiungendosi alle altre voci che lo compongono.

I riflessi quantitativi stimati sono ovviamente importanti. Secondo EUROSTAT la crescita media stimata del PIL a causa di questa capitalizzazione sarà del 1,9% – mentre per tutte le modifiche previste dal sistema ESA2010 la crescita del PIL sarà del 2,4% –; e col procedere delle spese per sviluppo tecnologico esse saranno maggiori e determineranno una ulteriore spinta statistica alla *ripresa* economica quantificata mediante la variazione del PIL.

L’ISTAT procederà sicuramente alla ricostruzione della serie storica del PIL che contempli queste variazioni per il passato ma per quanto riguarda i nostri fini sottolineiamo sempre la necessità di leggere i dati conoscendo come sono costruiti, non necessariamente per criticare o dissentire ma perché la gestione della complessità delle rappresentazioni possibili della realtà economica costituisce un arricchimento permesso solamente da un continuo confronto con possibili soluzioni *alternative e/o integrative*.

Proprio a questo fine in un prossimo intervento abbiamo intenzione di trattare della necessità della contabilizzazione dell’*origine* e dell’*allocazione* della



ricchezza immessa in un sistema produttivo espresso dalla Contabilità Nazionale, in modo da proporre una integrazione del sistema dei Conti nazionali che attualmente non contemplano adeguatamente, a nostro avviso, queste dimensioni.

### Bibliografia essenziale

BEA (2011a), Concepts and Methods of the U.S. National Income and Product Accounts, Survey of Current Business, nov. 2011.

BEA (2011b), Updated Summary NIPA Methodologies, Bureau of Economic Analysis, Survey of Current Business – nov. 2011.

BLS (2011) Hedonic Quality Adjustment in the CPI, aug. 2011, <http://www.bls.gov/cpi/cpihqaitem.htm>.

European Union (2013), ESA 2010 – European System of National and Regional Accounts.

Fisher I. (1921), “The best form of index number”, American Statistical Association, Quarterly 17, March, pp.533–7.

Fisher I. (1922), The Making of Index Numbers, Houghton Mifflin Company, Boston and New York.

Fisher I. (1911–2006), Opere I, “I grandi classici dell'economia”, vol.17, Milano Finanza Editori, Milano.

ISTAT (2011), Come si rilevano i prezzi al consumo, dicembre, [http://www.istat.it/it/files/2011/07/come\\_si\\_rilevano\\_i\\_prezzi\\_al\\_consumo\\_2011\\_b2.pdf](http://www.istat.it/it/files/2011/07/come_si_rilevano_i_prezzi_al_consumo_2011_b2.pdf).

ISTAT (2012), Gli indici dei prezzi al consumo. Aggiornamenti del paniere e della struttura di ponderazione, <http://www.istat.it/it/archivio/17484>.

Marshall A. (1890–2006), Principi di economia, in “I grandi classici dell'economia”, vol.13, Milano Finanza Editori, Milano.

Porter M.E. (2004-2011), Il vantaggio competitivo. Torino. Einaudi.

Serafini G. (2012), Corso di statistica economica e finanziaria. Roma. EIN.

Serafini G. (2013), Irving Fisher e l'analisi della ricchezza. Tasso d'interesse e potere d'acquisto della moneta. Milano. FrancoAngeli.

Shapiro, Aizcorbe, (2010), Implications of Consumer Heterogeneity on Price Measures for Technology Goods, Survey of Current Business, agosto 2010.

Siesto V. (1996), La Contabilità Nazionale Italiana. Bologna. Il Mulino.

Stewart, Reed (1999), Consumer Price Index research series using current methods, 1978-98, Monthly Labor Review, giugno 1999.

Triplett J. (2004), Handbook on Hedonic Indexes and quality adjustments in price indexes; Theoretical appendix, BEA, giugno 2004.

Vanoli A. (2005), A History of National Accounting, IOS Press, Amsterdam, Netherlands.

## Conclusioni

L'Osservatorio del I trimestre del 2014 non riesce ancora a fornirci quei segnali di ottimismo che avremmo voluto:

- Il debito pubblico resta ai massimi storici, 2.120 miliardi;
- Il circolante di titoli di Stato è anch'esso ai massimi storici, 1.796 miliardi;
- Dopo un PIL trimestrale positivo a fine 2013, torna negativo, -0,1%;
- La disoccupazione resta a livelli insostenibili, 12,7%, terrificante invece il dato per i giovani in cerca di lavoro, 42,7%.

Sebbene siamo un Paese dalle mille risorse, ancora nulla sta cambiando, malgrado le cure siano state provate un po' tutte; eccetto una: la riduzione delle tasse.

Molti Premier hanno millantato questo provvedimento, ma se da una parte hanno tolto, dall'altra hanno aggiunto spesso aumentando il carico fiscale complessivo.

Una cosa non hanno saputo o non hanno voluto: una reale e convinta riduzione della spesa pubblica.

Ciò nonostante il PIL tornerà a crescere, anche nel caso non si imbrocchi una ripresa reale, semplicemente si cambierà il modo di calcolarlo (ben descritto nella *Note Economiche di Gabriele Serafini*) e non facciamo fatica a pensare che non mancheranno quanti rivendicheranno il merito del risultato.

*Maurizio Mazziero*

### **Stime debito pubblico per il mese di aprile**

Pur avendo avuto un forte incremento del debito nel I trimestre del 2014, i modelli previsionali della Mazziero Research stimano un debito pubblico per il mese di aprile 2014 compreso in una forchetta tra 2.142 e 2.147 miliardi, con un minor grado di confidenza è possibile attendersi un debito intorno a 2.144,5 miliardi.

### **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.

## Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2012*, aprile 2013
- Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*
- 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*
- Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, maggio 2014
- Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
- Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2014*, 15 aprile 2014
- Corte dei Conti, *Audizione della Corte dei Conti sul Documento di Economia e Finanza 2014*, 15 aprile 2014
- Dagong, *Dagong Downgrades the Sovereign Credit Ratings of Spain to BBB+*, 4 maggio 2014
- Dagong, *Dagong Maintains the Sovereign Credit Ratings of France at A+ with Negative Outlook*, 30 gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Maintains the Sovereign Credit Ratings of the Kingdom of Denmark*, 30 gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Downgrades Italy's Sovereign Credit Ratings to BBB- with Negative Outlook*, 29 gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Upgrades Latvia's Sovereign Credit Ratings to BBB- with Stable Outlook*, 29 gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Maintains the Sovereign Credit Ratings of the Kingdom of Sweden*, 26 gennaio 2014
- DBRS, *DBRS Confirms the Republic of Italy at A (low), Negative trend*, 11 aprile 2014
- European Commission, *La Commissione conclude gli esami approfonditi sugli squilibri macroeconomici e valuta i progressi nel risanamento di bilancio*, 5 marzo 2014
- European Commission, *European economic forecast – Spring 2014*, maggio 2014
- European Commission, *Previsioni d'inverno 2014: avanza la ripresa*, 25 febbraio 2014
- European Commission, *Europe's budgetary surveillance moves into full gear*, 15 novembre 2013
- Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA'; Outlook Stable*, 16 maggio 2014
- Fitch, *Fitch Upgrades Spain to 'BBB+'; Outlook Stable*, 28 aprile 2014
- Fitch, *Fitch Revises Cyprus's FC IDR Outlook to Stable; Upgrades LC IDR to 'B-'*, 25 aprile 2014
- Fitch, *Fitch Revises Italy's Outlook to Stable, Affirms at 'BBB+'*, 25 aprile 2014
- Fitch, *Fitch Revises Outlook on Portugal to Positive; Affirms at 'BB+'*, 11 aprile 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Finland at 'AAA'; Outlook Stable*, 28 marzo 2014
- Fitch, *Fitch Affirms United States at 'AAA'; Outlook Stable*, 21 marzo 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AAA'; Outlook Stable*, 21 febbraio 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Ireland at 'BBB+'; Outlook Stable*, 21 febbraio 2014
- Fitch, *Fitch: Italian PM Change Highlights Political Volatility*, 17 febbraio 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 24 gennaio 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 24 gennaio 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Latvia at 'BBB+'; Outlook Stable*, 3 gennaio 2014
- 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*, 27 settembre 2013

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*

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*, 24 aprile 2014

Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*, 5 maggio 2014

Istat, *Occupati e disoccupati*

Istat, *Pil e indebitamento AP*

Istat, *Prezzi al consumo*

Istat, *Stima preliminare del Pil*

I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Documento di Economia e Finanza 2014*, 8 aprile 2014

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

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Lettera a Commissario Kallas*, 16 aprile 2014

Moody's, *Moody's upgrades Ireland to Baa1 from Baa3; outlook stable*, 16 maggio 2014

Moody's, *Moody's: Portugal's return to growth and regained market access support creditworthiness, but rating constrained by high debt burden*, 28 marzo 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on Cyprus's Caa3 government bond rating to positive*, 21 marzo 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on Croatia's Ba1 government bond rating to negative from stable*, 21 marzo 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on European Union's Aaa rating to stable from negative; rating affirmed*, 14 marzo 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on European Investment Bank's Aaa rating to stable from negative; rating affirmed*, 14 marzo 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on Belgium's Aa3 government bond rating to stable from negative; affirms ratings*, 7 marzo 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on the Netherlands' Aaa government bond rating to stable from negative; rating affirmed*, 7 marzo 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on Germany's Aaa government bond rating to stable from negative; rating affirmed*, 28 febbraio 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on Austria's Aaa government bond rating to stable from negative; rating affirmed*, 28 febbraio 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on Luxembourg's Aaa government bond rating to stable from negative*, 28 febbraio 2014

Moody's, *Moody's upgrades Spain's government bond rating to Baa2; assigns positive outlook*, 21 febbraio 2014

Moody's, *Moody's changes outlook to stable on Italy's Baa2 government bond rating; rating affirmed*, 14 febbraio 2014

Moody's, *Moody's affirms France's Aa1 government bond rating, maintains negative outlook*, 24 gennaio 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on Slovenia's Ba1 sovereign rating to stable from negative*, 24 gennaio 2014

Moody's, *Moody's upgrades Ireland's sovereign ratings to Baa3/P-3: outlook changed to positive*, 17 gennaio 2014  
 Ocse, *Going for Growth –Interim Report 2014*, febbraio 2014  
 Ocse, *OECD Economic Surveys Italy*, maggio 2013  
 Ocse, *OECD Economic Outlook*, maggio 2014  
 Senato della Repubblica, *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli organismi della fiscalità e sul rapporto tra contribuenti e fisco*, 5 marzo 2014  
 Standard & Poor's, *Outlook On Portugal Revised To Stable From Negative On Economic And Fiscal Stabilization; 'BB/B' Ratings Affirmed*, 9 maggio 2014  
 Standard & Poor's, *France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed On Gradual Economic And Fiscal Adjustments; Outlook Stable*, 25 aprile 2014  
 Standard & Poor's, *Outlook On Finland Revised To Negative On Subpar Growth Prospects; 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed*, 11 aprile 2014  
 Standard & Poor's, *Luxembourg 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 28 marzo 2014  
 Standard & Poor's, *Austria Ratings Affirmed At 'AA+/A-1+' On Continuing Fiscal Consolidation And Resilient Economy; Outlook Stable*, 28 marzo 2014  
 Standard & Poor's, *Greece Ratings Affirmed At 'B-/B'; Outlook Stable*, 21 marzo 2014  
 Standard & Poor's, *Outlook On Belgium To Stable On Improved Structural Policy Environment; 'AA/A-1+' Ratings Affirmed*, 28 febbraio 2014  
 Standard & Poor's, *Portugal 'BB/B' Ratings Affirmed; Outlook Negative On Policy Uncertainty*, 17 gennaio 2014  
 Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed On Steady Growth Prospects; Outlook Stable*, 10 gennaio 2014

## **I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research**

<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 maggio 2012
<i>Italia: economia a fine 2012</i>	18 febbraio 2013
<i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>	20 novembre 2012
<i>Italia: economia a metà 2012</i>	10 settembre 2012
<i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>	11 giugno 2012
<i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>	18 febbraio 2012
<i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito &amp; Co.</i>	13 dicembre 2011
<i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i>	16 agosto 2011
<i>Italia 1q2011: Pil, debito &amp; Co.</i>	17 maggio 2011
<i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>	29 marzo 2011



# Quaderno di Ricerca

Anno 4, Numero 2; ISSN 2283-7035

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

## Italia 1 trim 2014: 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 è responsabile del Comitato di Consulenza di ABS Consulting. 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. Autore di numerose monografie e libri fra cui la recentissima "Guida all'analisi tecnica".*

#### **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.*

*Gabriele Serafini*

*Ricercatore e docente di Statistica economica e Storia del pensiero economico dell'Università degli studi Niccolò Cusano di Roma, è docente senior presso la LUISS Business School – Divisione della LUISS Guido Carli. Fra le sue recenti pubblicazioni, una monografia sul pensiero di Irving Fisher quale precursore della moderna teoria della finanza e una che pone a confronto le concezioni economiche delle Teorie del rischio e della Teoria di portafoglio.*

*Avvertenza: le valutazioni e i commenti dell'Osservatorio non riflettono necessariamente l'opinione di tutti gli autori; ciascuno è strettamente responsabile della parte di propria competenza.*

Vanzago, 19 maggio 2014

**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 ©2014 – Tutti i diritti riservati**