

# Quaderno di Ricerca

## Italia: economia a metà 2012

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

**MAZZIERO RESEARCH**  
Copyright ©2012 – Tutti i diritti riservati

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

### Sommario

<b>Introduzione</b>	<b>Pag. 2</b>
<b>I rating</b>	<b>Pag. 3</b>
<b>Il sistema bancario</b>	<b>Pag. 7</b>
<b>Il debito pubblico</b>	<b>Pag. 5</b>
<b>Lo stock di Titoli di Stato</b>	<b>Pag. 10</b>
<b>Le Riserve Banca d'Italia</b>	<b>Pag. 11</b>
<b>Il Prodotto interno lordo</b>	<b>Pag. 16</b>
<b>L'inflazione</b>	<b>Pag. 18</b>
<b>La disoccupazione</b>	<b>Pag. 21</b>
<b>Approfondimenti</b>	<b>Pag. 23</b>
<b>Il focus di IdeasHaveConsequences.org</b>	<b>Pag. 23</b>
<b>Il commento di Andrew Lawford</b>	<b>Pag. 31</b>
<b>Conclusioni</b>	<b>Pag. 33</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>Pag. 34</b>

### Autori

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

### Estratto:

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

### Abstract:

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

# Introduzione

Siamo al settimo Osservatorio sui dati economici italiani, un progetto nato in punta di piedi dall'esigenza di valutare trimestralmente la situazione economica italiana e recuperare il filo d'Arianna nel dedalo dei dati, a volte contrastanti, che quasi quotidianamente vengono pubblicati da fonti ufficiali.

Oggi, l'Osservatorio è un appuntamento fisso, al quale la Mazziere Research insieme agli autori di IdeasHaveConsequences, dedica numerose risorse. Ciò nonostante è opinione degli autori che, nei limiti del possibile, debba mantenersi uno studio disponibile liberamente a tutti coloro che trovino interesse nella sua lettura e nei dati in esso contenuti.

Forse grazie anche a ciò lo studio ha visto aumentare in modo esponenziale la sua diffusione e la citazione da parte di altre fonti di comunicazione. Nel sito Mazziere Research, oltre che nel Social Science Research Network, sono disponibili tutte le uscite precedenti.

Con questo numero si è deciso di attuare un rinnovamento delle pagine interne, volto a favorire la consultazione di un documento che ha ormai assunto una mole piuttosto corposa:

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

**I fatti**, riportati in un elenco sintetico.

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

L'intento è quello di favorire la veloce ricerca dei dati economici riportati, prima ancora che la lettura del commento Mazziere Research.

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

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

*Maurizio Mazziere*

# I rating

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

- 13 giugno 2012, Moody's declassa la Spagna da A3 a Baa3 e Cipro da Ba1 a Ba3.
- 13 luglio 2012, Moody's declassa l'Italia da A3 a Baa2.
- 23 luglio 2012, Moody's cambia l'outlook di Germania, Olanda e Lussemburgo da stabile a negativo; la Finlandia mantiene l'outlook stabile.
- 25 luglio 2012, Moody's cambia l'outlook dell'EFSF da stabile a negativo.
- 2 agosto 2012, Moody's declassa la Slovenia da A2 a Baa2.
- 7 agosto 2012, S&P cambia l'outlook della Grecia da stabile a negativo.
- 3 settembre, Moody's cambia l'outlook dell'Unione Europea da stabile a negativo.

## Il commento

Anche in questo Osservatorio dobbiamo riportare una serie di modifiche del merito di credito sovrano da parte delle agenzie di rating; si tratta ancora una volta di revisioni al ribasso, con l'eccezione della Finlandia che tiene saldamente la posizione di tripla A con due outlook stabili e due negativi.

La Tabella 1 mostra uno schema riassuntivo dei rating assegnati dalle agenzie, si aggiunge a partire da questo numero la copertura della cinese Dagong; mentre la Tabella 2 riporta la corrispondenza fra le varie classi di rating delle quattro società di valutazione.

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*

La revisione di rating non ha risparmiato il nostro paese, che il 13 luglio è stato portato da A3 a Baa2 da parte di Moody's. Ancora una volta non sono mancate le critiche dei politici di ogni schieramento dato che, a loro detta, Moody's non tiene conto del forte cammino di risanamento che l'Italia sta affrontando; un cammino che, aggiungiamo noi, è costellato più da buone intenzioni che da fatti reali visto che, secondo una recente ricognizione de Il Sole 24 Ore, le sette riforme del Governo Monti richiedono 393 norme attuative per entrare in funzione, di queste solo 53 sono state rilasciate alla data del 30 agosto.

In poche parole, il nostro paese assomiglia molto a uno scolarecchio che per rimediare passate insufficienze si rende disponibile a svolgere un'ampia mole di compiti a casa come ripasso, ne porta a termine solo un ottavo e poi si lamenta del voto conseguito, rivendicando di aver lavorato con profitto; un'analogia che certo il nostro Professor Monti avrà spesso incontrato nel suo passato accademico.

La ragioni di declassamento da parte di Moody's sono state:

1. Incremento del costo di finanziamento nell'emissione di titoli di Stato, con un pericolo di limitazione all'accesso dei mercati qualora dovesse rendersi più acuto l'effetto contagio da Grecia e Spagna.
2. Deterioramento delle prospettive economiche a breve termine: crescita debole e aumento della disoccupazione, che determinano il rischio di non raggiungere gli obiettivi di risanamento del bilancio. Il mancato rispetto degli obiettivi di bilancio a sua volta potrebbe indebolire ulteriormente la fiducia del mercato, aumentando il rischio di un arresto improvviso all'accesso dei finanziamenti.

Si tratta di argomentazioni ineccepibili e, come vedremo in questo Quaderno, di fatto già presenti in una qualche misura. Dopo il bastone Moody's proseguiva con la carota, dato che l'Italia comunque:

1. Mantiene un avanzo primario.
2. E' un'economia vasta e diversificata in grado di agire come un importante ammortizzatore nella crisi attuale.
3. Ha svolto notevoli progressi nelle riforme strutturali che, se sostenute nei prossimi anni, potrebbero migliorare la competitività del paese e il potenziale di crescita nel medio termine.

Ma non tutte le critiche sono state riservate solo all'Italia, visto che anche un trio fra i più virtuosi – Germania, Olanda e Lussemburgo – ha subito la modifica del proprio outlook da stabile a negativo. La conseguenza ancor più rilevante è che ha questo punto l'EFSF, il veicolo creato per la stabilità finanziaria dei paesi europei, inizia a veder incrinarsi la sua solidità, dato che Moody's ne ha rivisto l'outlook da stabile a negativo, visto che il trio sopra menzionato costituisce il 35,5% del Comitato di Garanzia dell'EFSF. A ricaduta anche l'Unione Europea, agli inizi di settembre, ha visto peggiorare il proprio outlook da stabile a negativo.

Come abbiamo visto Moody's ha svolto la parte del leone in questi mesi estivi, dato che S&P si è limitato a guardare alla Grecia, riportando l'outlook in negativo. Ma come si sa, quando si è affetti da iperattività si rischia anche di compiere dei passi falsi. Il giudizio ondivago di Moody's si è presentato nell'ultimo scorcio di agosto: dapprima esprimendo ottimismo sul nostro paese – “Italia, Spagna e Portogallo potrebbero uscire dall'attuale stato di crisi entro il 2013 se sapranno applicare compiutamente le riforme adottate sino ad ora.” – per poi correggere il tiro dopo una settimana per esprimere timori sul Pil – “l'economia italiana si contrarrà tra il 2,5% e l'1,5% quest'anno e tra l'1% e lo zero l'anno prossimo.”

Preoccupazioni condivisibili anche per noi, ma che evidenziano un approccio di valutazione troppo parcellizzato che rischia di far perdere la visione di insieme sulle condizioni di un paese.

# Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2011		2012	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	1.880.007	36.780	1.934.965	37.786
Febbraio	1.876.128	-3.879	1.928.911	-6.054
Marzo	1.868.283	-7.845	1.946.083	17.172
Aprile	1.890.566	22.283	1.948.584	2.501
Maggio	1.897.522	6.956	1.966.303	17.719
Giugno	1.901.874	4.352	1.972.940	6.637
Luglio	1.911.807	9.933		
Agosto	1.899.553	-12.273		
Settembre	1.883.749	-15.796		
Ottobre	1.909.072	25.334		
Novembre	1.904.859	-4.213		
Dicembre	1.897.179	-7.680		
<b>Incremento</b>		<b>53.952</b>		<b>75.761</b>

*Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2011 al 2 trim. 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## I fatti

- Segnato a giugno un nuovo massimo storico del debito pubblico vicino a 1.973 miliardi.
- L'incremento del debito del II trimestre è di quasi 27 miliardi.
- L'incremento del debito da inizio 2012 è di quasi 76 miliardi.
- L'incremento del debito del I semestre 2012 è superiore del 40% dell'intero aumento del debito nel 2011.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente al 31 dicembre 2011, è di 32.422 euro.

## Il commento

Nuovo record del debito pubblico a giugno che ha raggiunto la soglia dei 1.973 miliardi a dispetto delle manovre di stabilizzazione del Governo. Sebbene la seconda parte dell'anno sia in genere più clemente, si veda per raffronto la dinamica del 2011 nella Tabella 3, non vi sono ragioni per sperare in una diminuzione del debito nei prossimi mesi.

Se lo Stato continua a indebitarsi, la stessa tendenza si riscontra nelle famiglie italiane, il cui debito secondo un'analisi della CGIA di Mestre, ha mediamente raggiunto a fine 2011 i 20.107 euro a nucleo familiare. Da inizio 2009 tale indebitamento è cresciuto del 33,4%, pari a 5.039 euro.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflazione
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,70%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,40%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,50%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,00%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	1,70%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,00%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	1,70%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,20%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,70%
Anno 2010	1.843.227	81.998	4,66%	1,60%
Anno 2011	1.897.179	53.952	2,93%	2,70%
1 Trim. 2012	1.946.083	48.904	NA	NA
2 Trim. 2012	1.972.940	26.857	NA	NA
<b>Incremento</b>		<b>672.599</b>	<b>51,72%</b>	<b>25,80%</b>

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 2 trim. 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## I fatti

- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di circa 673 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 51,72%, il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 25,80%.

## Il commento

L'incremento del debito dal 2000 ad oggi presentato nella Tabella 4 è la cartina al tornasole del completo fallimento della classe politica che ha governato il paese dal 2000 ad oggi. Entrambi gli schieramenti, seppur in diversa misura, ne sono responsabili e appare risibile l'attribuzione di responsabilità a legislature precedenti, seppur il malcostume di creare debito con gestioni clientelari abbia in qualche modo accompagnato un lungo periodo della nostra Repubblica.

Va detto che la creazione di debito diventa particolarmente pericolosa quando ci si avvicina al valore del Prodotto interno lordo e il suo superamento pone le basi per le condizioni di insostenibilità e instabilità finanziaria che attualmente stiamo attraversando. Non vi sono scusanti di sorta, sono state gettate al vento le condizioni favorevoli di finanziamento derivanti dall'ingresso nella moneta unica senza procedere a un risanamento dei conti pubblici, anzi si è sfruttata tale circostanza per sperperare con ancor più vigore.

Il fatto che il debito sia cresciuto con un tasso maggiore all'inflazione fornisce ulteriore conferma del malgoverno.

(Milioni di Euro)	2011			2012		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	32.068	22.996	9.072	31.808	20.658	11.150
Febbraio	27.028	30.944	-3.916	27.784	33.632	-5.848
Marzo	31.072	49.217	-18.145	28.729	43.038	-14.309
Aprile	28.729	29.328	-599	29.791	36.410	-6.619
Maggio	34.474	34.722	-248	37.475	53.901	-16.426
Giugno	38.613	62.066	-23.453	41.047	29.178	11.869
Luglio	39.361	38.361	1.000			
Agosto	37.200	29.128	8.072			
Settembre	25.449	23.471	1.978			
Ottobre	30.933	31.065	-132			
Novembre	32.083	51.614	-19.531			
Dicembre	80.859	99.050	-18.191			
<b>Totale</b>	<b>437.869</b>	<b>501.962</b>	<b>-64.093</b>	<b>196.634</b>	<b>216.817</b>	<b>-20.183</b>

*Tabella 5: Andamento entrate e uscite statali dal 2011 al 2 trim. 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## I fatti

- Nel primo semestre 2012 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 20,18 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2011 era stato di 37,29 miliardi.
- La media delle entrate dei primi sei mesi del 2012 è stata di 32,8 miliardi.
- La media delle entrate dei primi sei mesi del 2011 è stata di 32 miliardi.
- La media delle entrate del 2011 è stata di 36,5 miliardi.
- La media delle uscite dei primi sei mesi del 2012 è stata di 36,1 miliardi.
- La media delle uscite dei primi sei mesi del 2011 è stata di 38,2 miliardi.
- La media delle uscite del 2011 è stata di 41,8 miliardi.

## Il commento

Seppur a grande fatica e ancora in misura insufficiente sembra che nel rapporto fra entrate e uscite stia cambiando qualcosa, come si può notare nella Tabella 5. La differenza fra entrate e uscite permane negativa, ma di misura inferiore rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente.

A tal proposito si può osservare che pur essendo la media delle entrate dei primi sei mesi inferiore alla media dell'intero 2011 è comunque superiore alla media del corrispondente periodo del 2011. Sul lato delle uscite invece la media dei primi sei mesi è inferiore sia alla media dell'intero 2011, sia alla media del corrispondente periodo del 2011.

La ricognizione del Ministero dell'Economia e Finanza sulle entrate tributarie e contributive nel primo semestre di quest'anno presenta una crescita di 7,1 miliardi (+2,4%), con un aumento per le tributarie di 8,4 miliardi (+4,5%) e una diminuzione delle contributive per 1,3 miliardi (-1,2%).

In questi raffronti va ricordato che nell'aprile del 2011 vi era stata un'imposta a tantum relativa al leasing immobiliare che aveva comportato un introito straordinario di 1,3 miliardi. Ciò rende ancor più favorevole il risultato di questo primo semestre.

Per concludere, da questi dati si percepisce una seppur timida inversione di rotta verso il risanamento, sempre che a colpi di incrementi di accise e provvedimenti fiscali non intervenga l'effetto della Curva di Laffer<sup>[1]</sup>, che porterebbe a una diminuzione delle entrate tributarie a fronte di un incremento di tassazione.

---

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

# Lo stock di Titoli di Stato

(Milioni di Euro)	Titoli di Stato	Vita residua	Interessi passivi	Tasso Medio
Anno 2006	1.256.946	6,77	68.578	5,46%
Anno 2007	1.288.578	6,85	77.126	5,99%
Anno 2008	1.356.207	6,82	81.161	5,98%
Anno 2009	1.446.133	7,07	71.288	4,93%
Anno 2010	1.526.334	7,20	65.952	4,32%
Anno 2011	1.586.741	6,99	72.734	4,58%
1 Trim. 2012	1.619.188	6,83	23.724	NA
2 Trim. 2012	1.640.806	6,71	15.559	NA

*Tabella 6: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a giugno 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

## I fatti

- Nuovo massimo storico a giugno del circolante dei titoli di Stato a 1.641 miliardi.
- Continua la tendenza in calo della vita media residua a 6,71 anni.
- Tassi di interesse medi a luglio: BOT 2,57%, BTP 5,68%, CCT 5,88%.

## Il commento

Continua ad aumentare lo stock di titoli di Stato e non potrebbe essere altrimenti dato che questi devono finanziare un debito pubblico in costante aumento; si veda a tal proposito la Figura 1 che presenta la relazione dell'andamento fra le due voci.

La Figura 2 mostra invece l'andamento medio dei tassi di interesse richiesti dal mercato; seppur superata la fase acuta questi presentano dei valori ancora troppo elevati per risultare sostenibili nel lungo termine.

La Figura 3 mostra il continuo calo della vita residua dei titoli, un aspetto positivo in considerazione degli elevati valori a cui si è costretti a ricercare i finanziamenti.

La Figura 4 presenta i titoli in scadenza negli ultimi quattro mesi dell'anno in corso; particolarmente pesante sarà il rinnovo dei titoli a dicembre, quando risulteranno in scadenza oltre 56 miliardi.

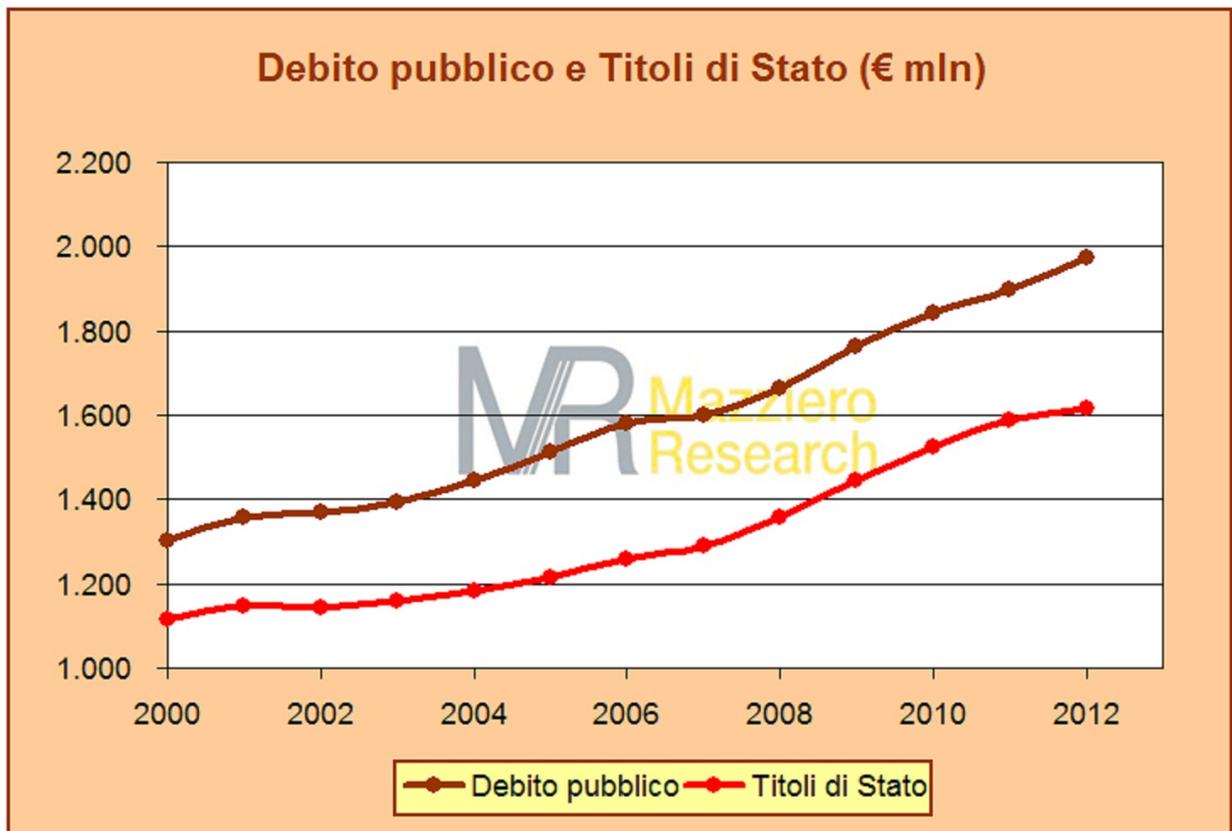


Figura 1: Debito Pubblico e Titoli di Stato dal 2000 a giugno 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

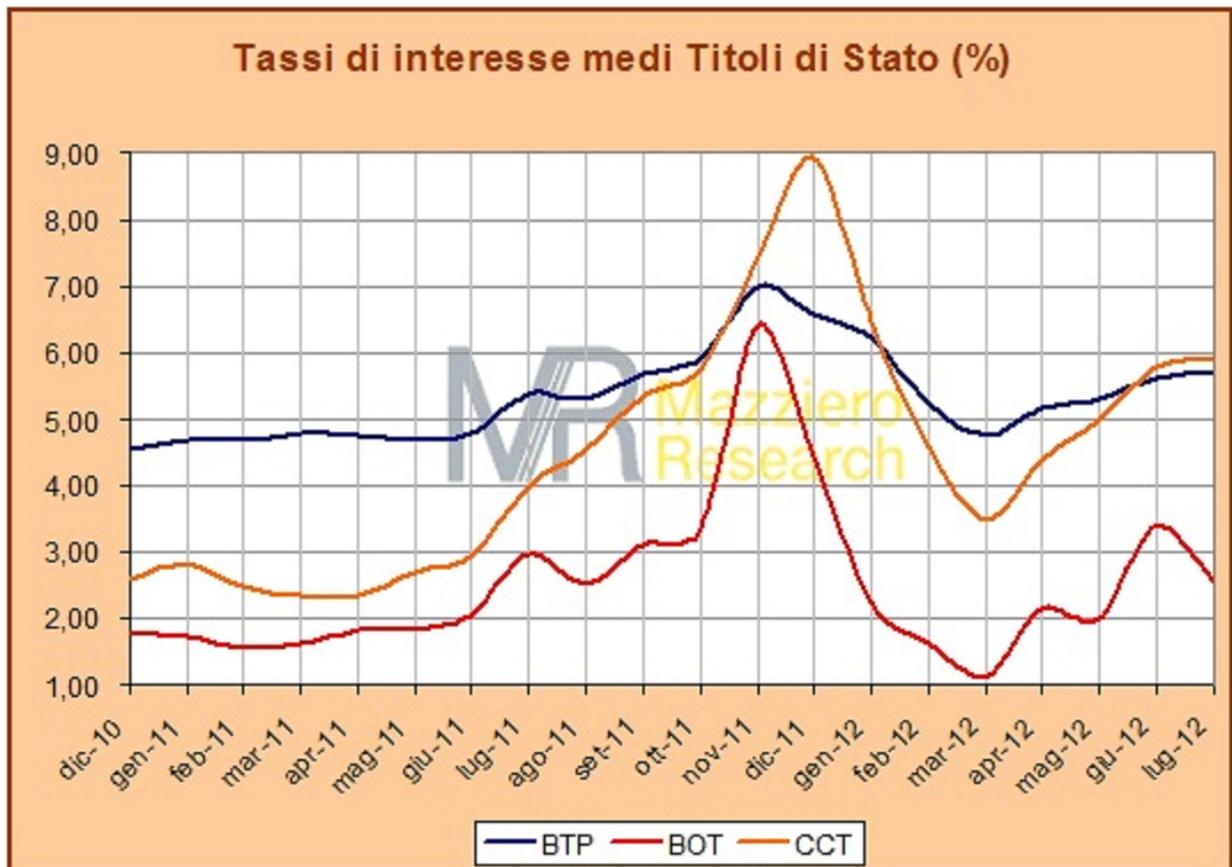


Figura 2: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da dic. 2010 a luglio 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

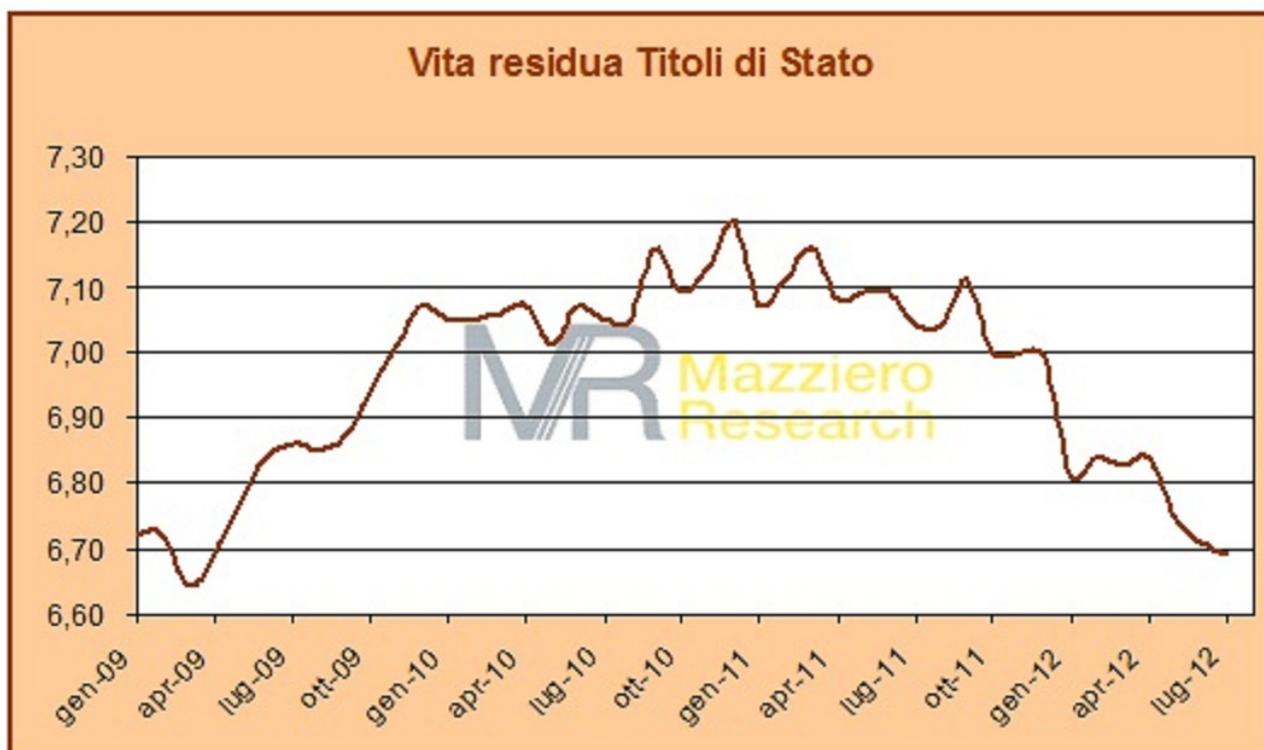
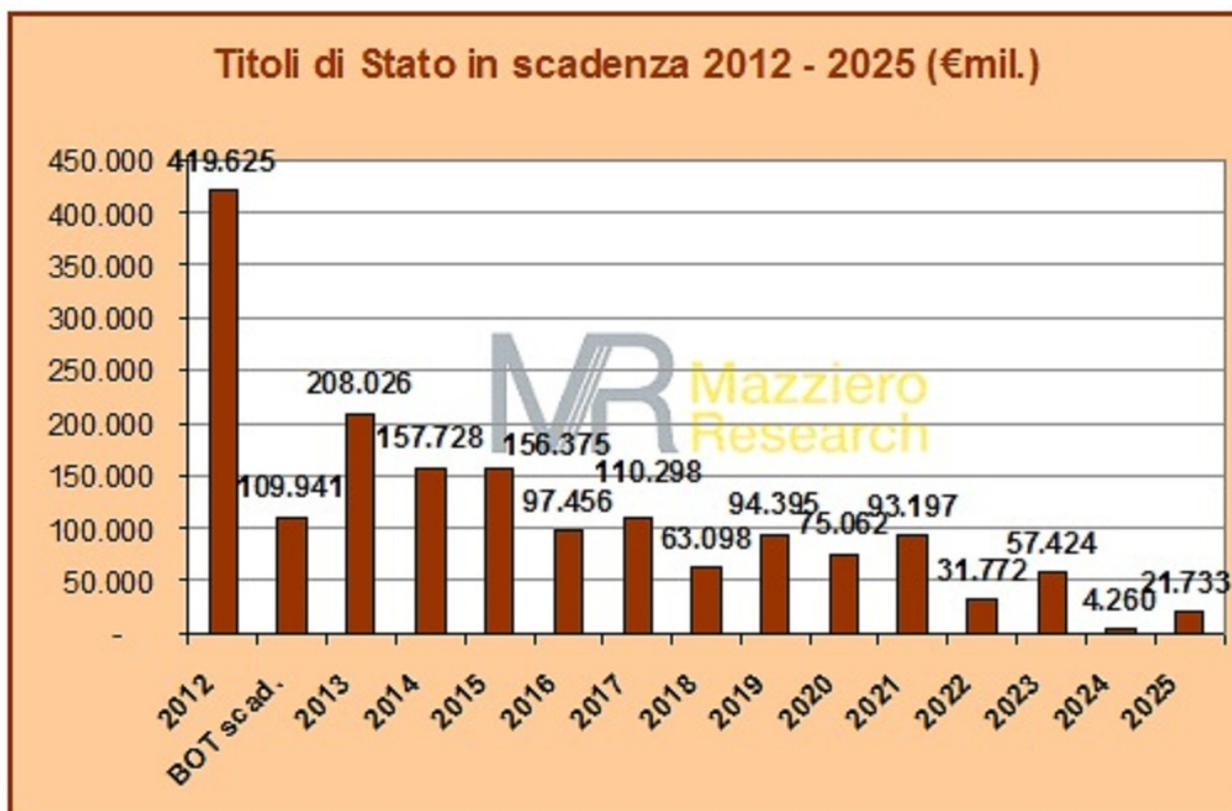


Figura 3: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2009 a luglio 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)



Figura 4: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)



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

La Figura 5 presenta invece l'ammontare di titoli di Stato in scadenza sino al 2025. Apparentemente sembrerebbe aprirsi di fronte a noi una situazione più favorevole per i prossimi anni, ma non è così. Ai titoli in scadenza nel 2013, 208 miliardi, devono forzatamente aggiungersi anche i BOT in scadenza nella seconda metà di quest'anno, il secondo istogramma da sinistra rappresenta proprio questo importo, pari a 110 miliardi. Nel corso del 2013 poi, a questi 318 miliardi si aggiungeranno la quota di BOT emessi con scadenza inferiore all'anno oltre a eventuali emissioni speciali. La cifra di insieme difficilmente potrà essere inferiore ai 420 miliardi di quest'anno.

La Figura 6 e la Figura 7 presentano la suddivisione delle emissioni di titoli di Stato per tipologia di strumento e di tasso (fisso o variabile). La predominanza resta ancora per il tasso fisso, costituita dai BTP, segno che il Dipartimento del Tesoro prevede, in un futuro non lontano, tassi ancora più elevati.

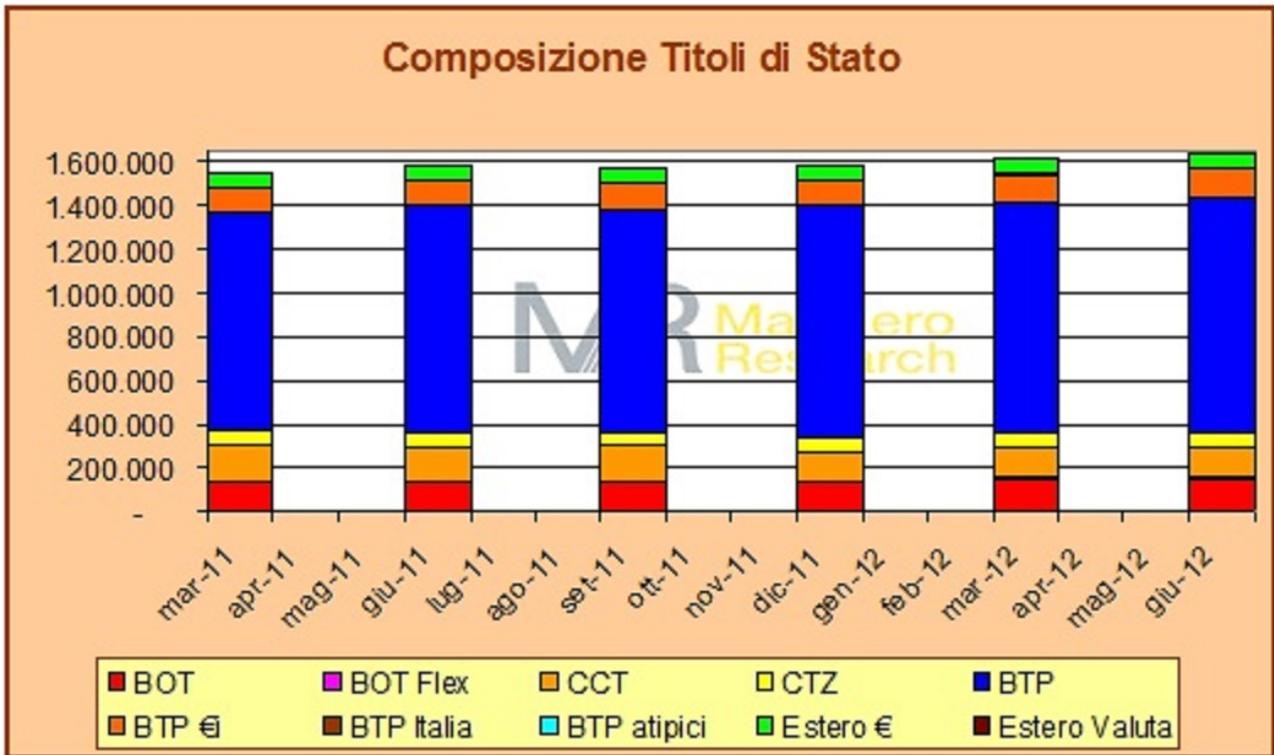


Figura 6: Tipologia dei Titoli di Stato da mar. 2011 a giu. 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

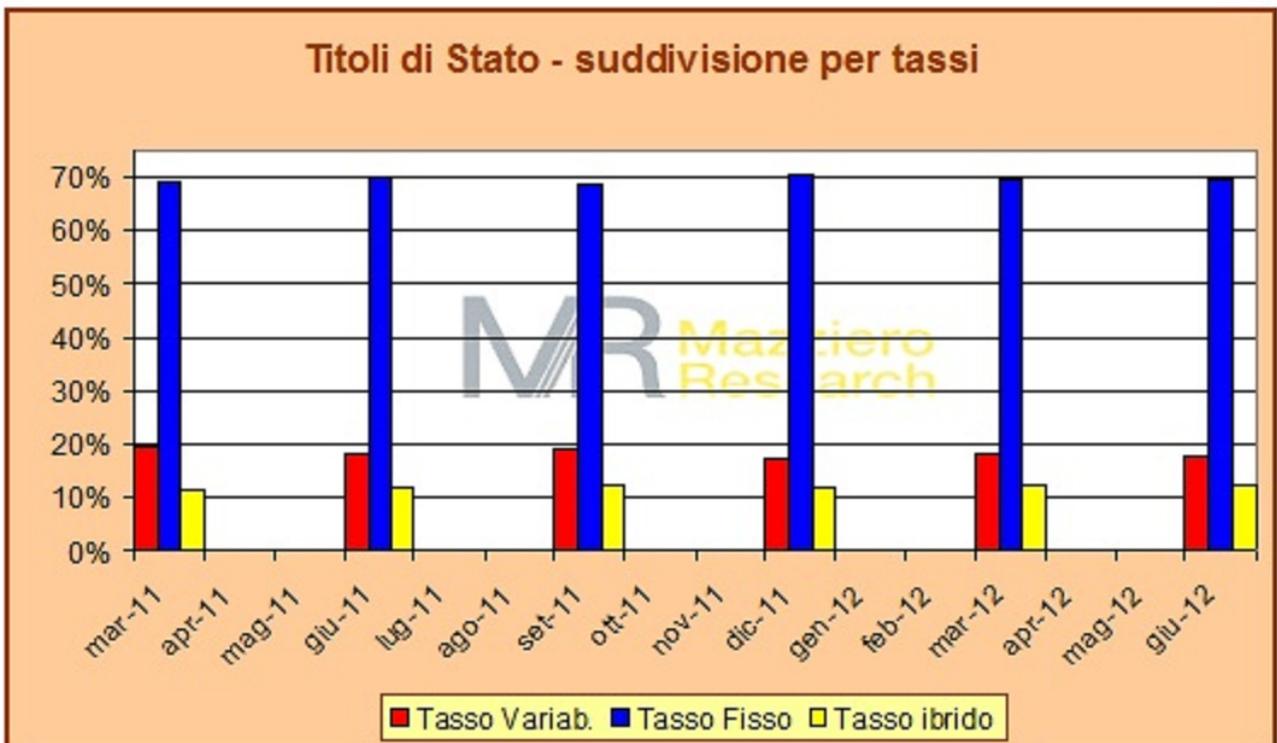


Figura 7: Suddivisione dei Titoli di Stato in tasso fisso e variabile mar. 2011 - giu. 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

# Le riserve della Banca d'Italia

	€ milioni	€ milioni	%
<b>Riserve in valuta estera</b>	29.470		20%
<b>Riserve verso FMI</b>	5.140		4%
<b>Diritti speciali prelievo</b>	7.565		5%
<b>Oro</b>	104.087		71%
<b>Altre attività di riserva</b>	-		
		146.262	100%
<b>Altre attività in valuta estera</b>	2.758	2.758	

*Tabella 7: Riserve Banca d'Italia a luglio 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## I fatti

- Le riserve ufficiali a luglio 2012 ammontano a 146 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a maggio 2012 è positiva per poco più di 6 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 71% delle riserve totali.

## Il commento

Nella Tabella 7 viene riportato il valore delle riserve ufficiali della Banca d'Italia; pur essendo di importo elevato in termini assoluti, le riserve non costituiscono un valore rilevante ai fini dell'abbattimento del debito, dato che ne rappresenta poco più del 7%.

La variazione positiva di 6 miliardi è attribuibile all'incremento del prezzo dell'oro rispetto a maggio 2012.

L'Italia, escludendo il Fondo Monetario Internazionale, costituisce il terzo paese al mondo per detenzione di oro dopo Stati Uniti e Germania.

# Il Prodotto interno lordo

(Milioni di Euro)	Pil	Delta Pil	%Pil deflaz.	Debito pubblico	Deficit/Pil	Debito/Pil
Anno 2000	1.191.057		3,70%	1.300.341		109,18%
Anno 2001	1.248.648	57.591	1,90%	1.358.333	4,64%	108,78%
Anno 2002	1.295.226	46.578	0,50%	1.368.512	0,79%	105,66%
Anno 2003	1.335.354	40.128	0,00%	1.393.495	1,87%	104,35%
Anno 2004	1.391.530	56.176	1,50%	1.444.604	3,67%	103,81%
Anno 2005	1.429.479	37.949	0,70%	1.512.779	4,77%	105,83%
Anno 2006	1.485.377	55.898	2,00%	1.582.009	4,66%	106,51%
Anno 2007	1.546.177	60.800	1,50%	1.598.971	1,10%	103,41%
Anno 2008	1.567.851	21.674	-1,30%	1.663.452	4,11%	106,10%
Anno 2009	1.520.870	- 46.981	-5,20%	1.761.229	6,43%	115,80%
Anno 2010	1.548.816	27.946	1,30%	1.843.227	5,29%	119,01%
Anno 2011	1.580.220	31.404	0,40%	1.897.179	3,46%	120,11%
Anno 2012 (st.MR)	1.550.196	- 30.024	-1,90%	1.972.940	4,89%	127,27%
Anno 2012 (st.DEF)	1.588.043	7.823	-1,20%	1.959.645	3,89%	123,40%
Anno 2013 (st.DEF)	1.627.259	39.216	0,50%	1.977.120	1,07%	121,50%
Anno 2014 (st.DEF)	1.673.029	45.770	1,00%	1.977.520	0,02%	118,20%
Anno 2015 (st.DEF)	1.725.545	52.516	1,20%	1.974.023	-0,20%	114,40%
Anno 2012 (st.FMI)	1.550.196	- 30.024	-1,90%	1.950.147	3,42%	125,80%
Anno 2013 (st.FMI)	1.545.545	- 4.651	-0,30%	1.953.569	0,22%	126,40%
Anno 2014 (st.FMI)	1.553.273	7.728	0,50%	1.950.911	-0,17%	125,60%
Anno 2015 (st.FMI)	1.568.806	15.533	1,00%	1.946.888	-0,26%	124,10%
Anno 2016 (st.FMI)	1.587.632	18.826	1,20%	1.936.910	-0,63%	122,00%
Anno 2017 (st.FMI)	1.606.683	19.052	1,20%	1.918.380	-1,15%	119,40%

*Tabella 8: Pil e debito pubblico nel periodo 2000-2011, stime Mazziere Research 2012, DEF 2012-2015, FMI 2012-2017 (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF e FMI)*

## I fatti

- Nel primo trimestre il Pil è sceso: dello 0,8% rispetto al trimestre precedente; dello 1,4% rispetto al 1° trimestre del 2011.
- Nel secondo trimestre il Pil è sceso: dello 0,7% rispetto al trimestre precedente; del 2,5% rispetto al 2° trimestre del 2011.
- La variazione del Pil acquisita per il 2012 è pari al -1,9%.
- Le stime della Mazziere Research vedono per il 2012 un rapporto debito/Pil al 127%.

## Il commento

Gli ultimi dati sul debito pubblico a giugno (1.973 miliardi) e del Pil nel secondo trimestre (-2,5% rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente) hanno di fatto reso obsoleto ed eccessivamente ottimistico il Documento di Economia e Finanza (DEF) pubblicato dal Governo Monti ad aprile 2012.

Le stime del documento prevedevano un debito pubblico a fine anno di 1.960 miliardi, cifra abbondantemente superata già a giugno, e un Pil in contrazione dell'1,2%; i dati Istat hanno mostrato una contrazione acquisita per l'anno in corso dell'1,9%. Secondo il DEF il rapporto debito/Pil previsto a fine 2012 avrebbe dovuto aggirarsi intorno al 123,4%.

Il periodo considerato nel DEF abbracciava sino al 2015, ma appare inutile a questo punto commentare le stime per gli anni futuri, dato che non presentano più alcun legame con la realtà.

Nella Tabella 8 abbiamo riportato anche le stime 2012-2017 rilasciate a luglio dal FMI che vede per il 2012 una contrazione del Pil dell'1,9%, un debito a fine anno di 1.950 miliardi e un rapporto debito/Pil del 125,8%. Il FMI prevede poi tra il 2013 e il 2017 un miglioramento graduale sia del debito sia della crescita, con un avanzo primario che dovrebbe situarsi tra il 4 e il 5%.

Si tratta di previsioni piuttosto benevole da parte del Fondo Monetario Internazionale, che certamente non guastano in termini di credibilità internazionale e di conseguente accesso ai finanziamenti; ciò non toglie che come Mazziero Research si nutra qualche dubbio sulla loro validità di fronte alla futura evoluzione dei conti pubblici.

Per questo abbiamo cercato in modo prudentiale di calcolare il debito/Pil a fine 2012, a tale scopo abbiamo utilizzato i seguenti criteri:

- Il debito pubblico tende ad avere uno sviluppo più favorevole nella seconda metà dell'anno, ma è difficile che riesca a migliorare il dato del primo semestre; abbiamo pertanto considerato un debito a fine anno pari a quello di giugno (1.973 miliardi).
- Il Pil potrebbe peggiorare ulteriormente nel corso della seconda metà dell'anno, e i dati relativi alla disoccupazione lasciano proprio intendere che sarà così; abbiamo in ogni caso considerato che subirà una contrazione pari a quella già acquisita dell'1,9%, molto migliore rispetto alla variazione del -2,5% rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente.

In base a tali calcoli il rapporto debito/Pil risulterebbe pari al 127,3%; come già accennato si tratta di stime prudentiali ricavate senza alcuna pretesa dalla Mazziero Research e suscettibili di ulteriori variazioni peggiorative.

Sembra che il Governo abbia per il momento evitato l'aumento dell'Iva dal 21 al 23%, di cui avevamo fatto accenno nel precedente numero dell'Osservatorio; una misura parzialmente compensata da altri aumenti fiscali. Resta comunque estremamente probabile una nuova manovra di stabilizzazione dei conti pubblici entro la fine dell'anno o nei primi mesi del 2013, sebbene la concomitanza elettorale non renda tale periodo favorevole.

# L'inflazione

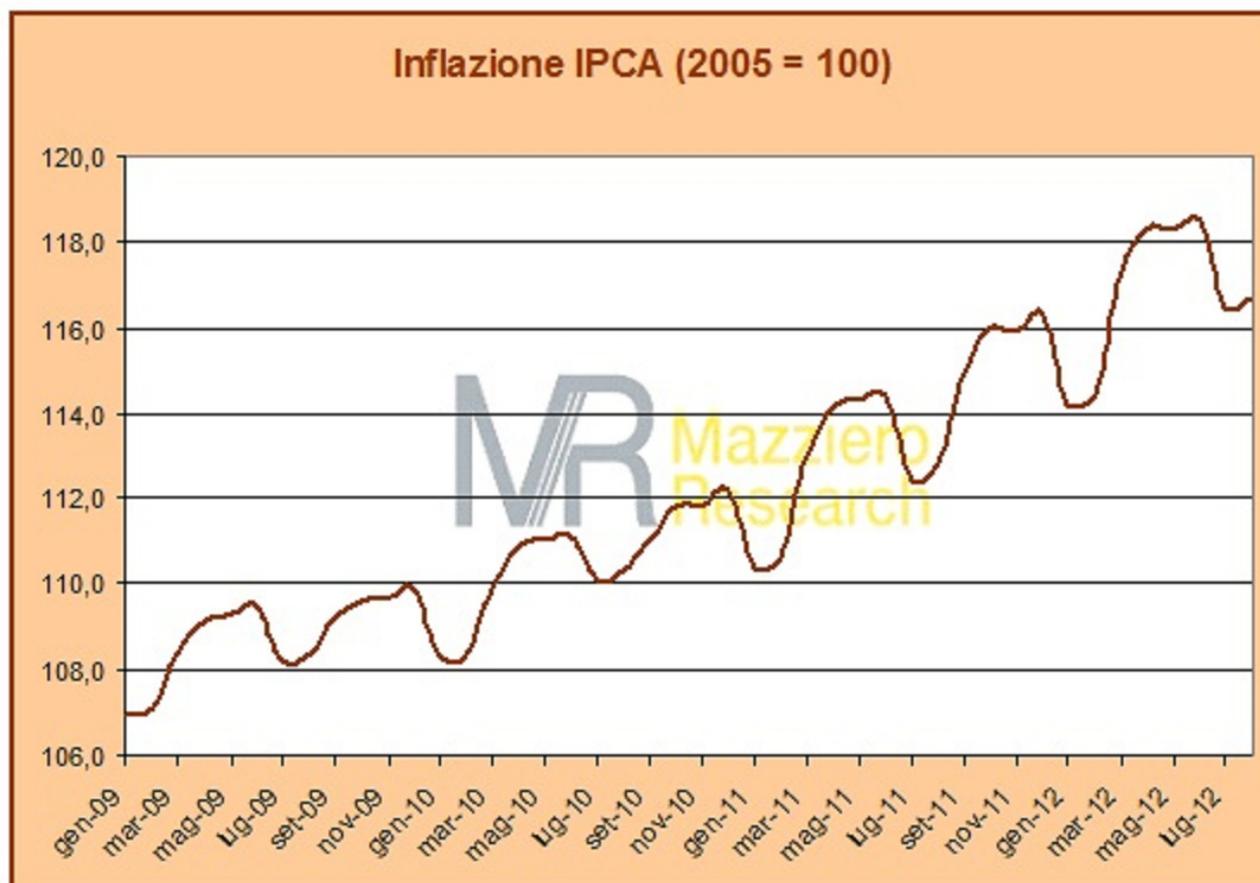


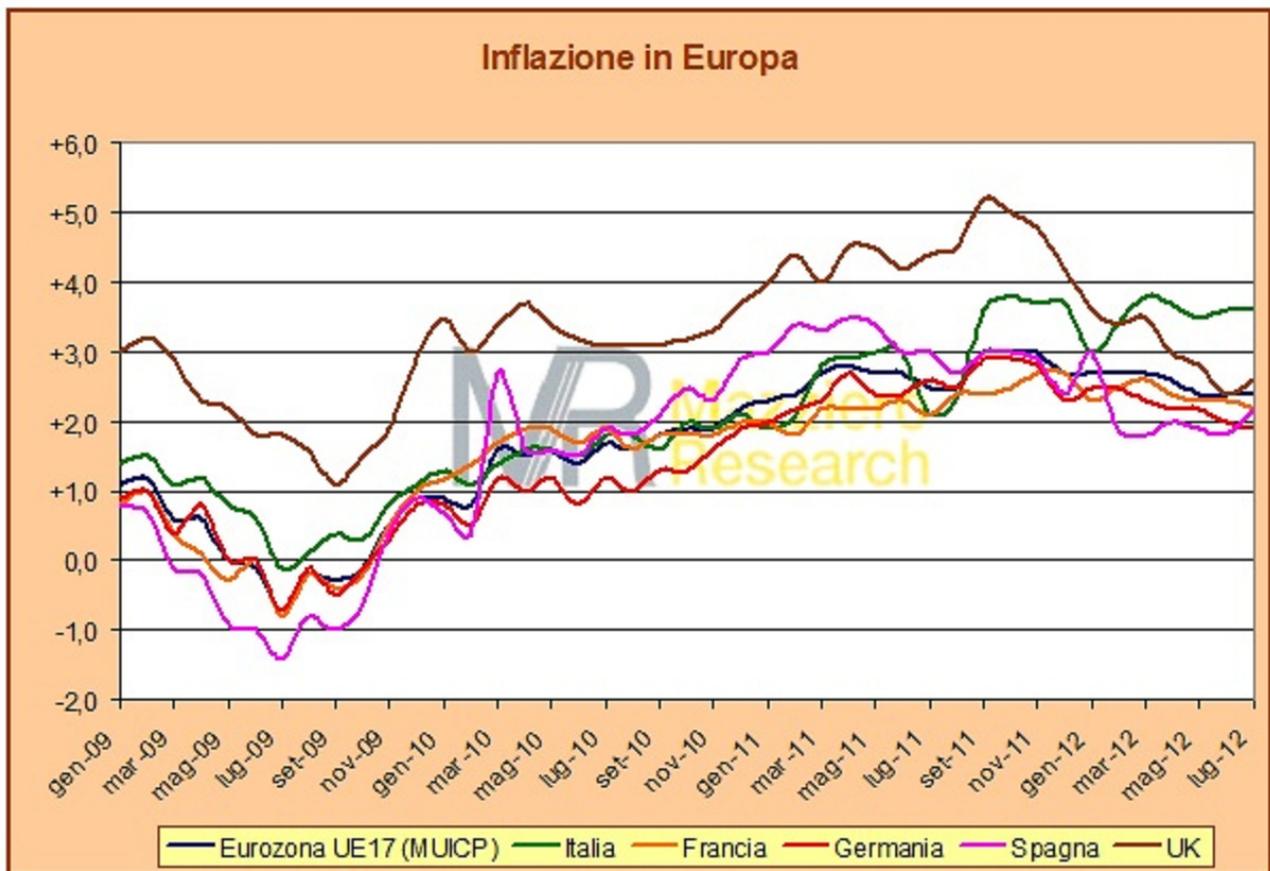
Figura 8: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2009 ad agosto 2012  
(Elaborazione su dati Istat)

## I fatti

- Sale dello 0,2% l'inflazione ad agosto.
- Il tasso annuo di inflazione è pari al 3,5%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2012 sale al 3%.
- L'indice armonizzato dei prezzi al consumo, a base 100 nel 2005, è pari a 116,7.

## Il commento

Continua a farsi sentire il morso dell'inflazione, dopo aver raggiunto il massimo incremento (3,8%) a ottobre scorso e a marzo di quest'anno, il tasso è attualmente al 3,5%. Le variazioni cicliche sono nella norma e abbastanza regolari, si veda la Figura 8, ed evidenziano attraverso l'indice armonizzato dei prezzi al consumo una perdita del potere di acquisto del 16,7% dal 2005 ad oggi.



*Figura 9: Inflazione in Europa dal 2009 a luglio 2012  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Le conseguenze di ciò sono che nei 7 anni e mezzo dal 2005 ad oggi si è perso mediamente ogni anno circa il 2,2% del valore della moneta<sup>[1]</sup>. Nel caso i redditi siano rimasti costanti la perdita è stata del 2,2% annuo, nel caso invece siano mediamente aumentati del 3% solo uno 0,8% ha rappresentato un effettivo incremento di reddito, in parte poi eroso dalla tassazione che invece ha avuto effetto sull'intero aumento nominale del 3%.

Altro aspetto su cui vale la pena di fissare l'attenzione è che ci stiamo basando su stime ufficiali che portano con sé già alla fonte delle distorsioni, determinate dal tipo di paniere scelto e da altri parametri di calcolo.

-----

[1] Il calcolo è fatto capitalizzando annualmente il tasso di inflazione.

Non abbiamo pertanto timore di essere smentiti affermando che la percezione agli occhi del cittadino è di una maggiore erosione del potere d'acquisto, con una particolare accelerazione nel corso dell'ultimo anno a causa di una serie di fattori:

- Aumento delle materie prime alimentari ed energetiche.
- Svalutazione della moneta unica<sup>[2]</sup>.
- Incremento di tasse e accise.
- Ricaduta dei costi delle accise sui carburanti sulla generalità delle merci che vengono trasportate.

La maggior parte delle famiglie ha inoltre subito una decurtazione del valore patrimoniale dovuta ad ulteriori fattori:

- Perdita di valore degli investimenti allocati in titoli di Stato, a causa del peggioramento del merito di credito del nostro paese.
- Peggioramento generale degli investimenti finanziari più diffusi.
- Tassazione patrimoniale dei conti correnti e di deposito.
- Tassazione sul patrimonio immobiliare.
- Diminuzione generalizzata del prezzo degli immobili e maggiore difficoltà in caso di vendita.

Tutto ciò porta a un ritratto di maggiore povertà del nostro paese, ulteriormente aggravato dalle condizioni relative all'occupazione che tratteremo nel prossimo paragrafo.

Per terminare, la Figura 9 mostra l'andamento del tasso di inflazione fra i vari paesi, gli aspetti da rilevare sono:

- Il tasso di inflazione italiano superiore alla media europea.
- Il rientro del tasso del Regno Unito nella media degli altri paesi europei.

---

[2] Le materie prime sono generalmente contrattate in dollari.

# La disoccupazione



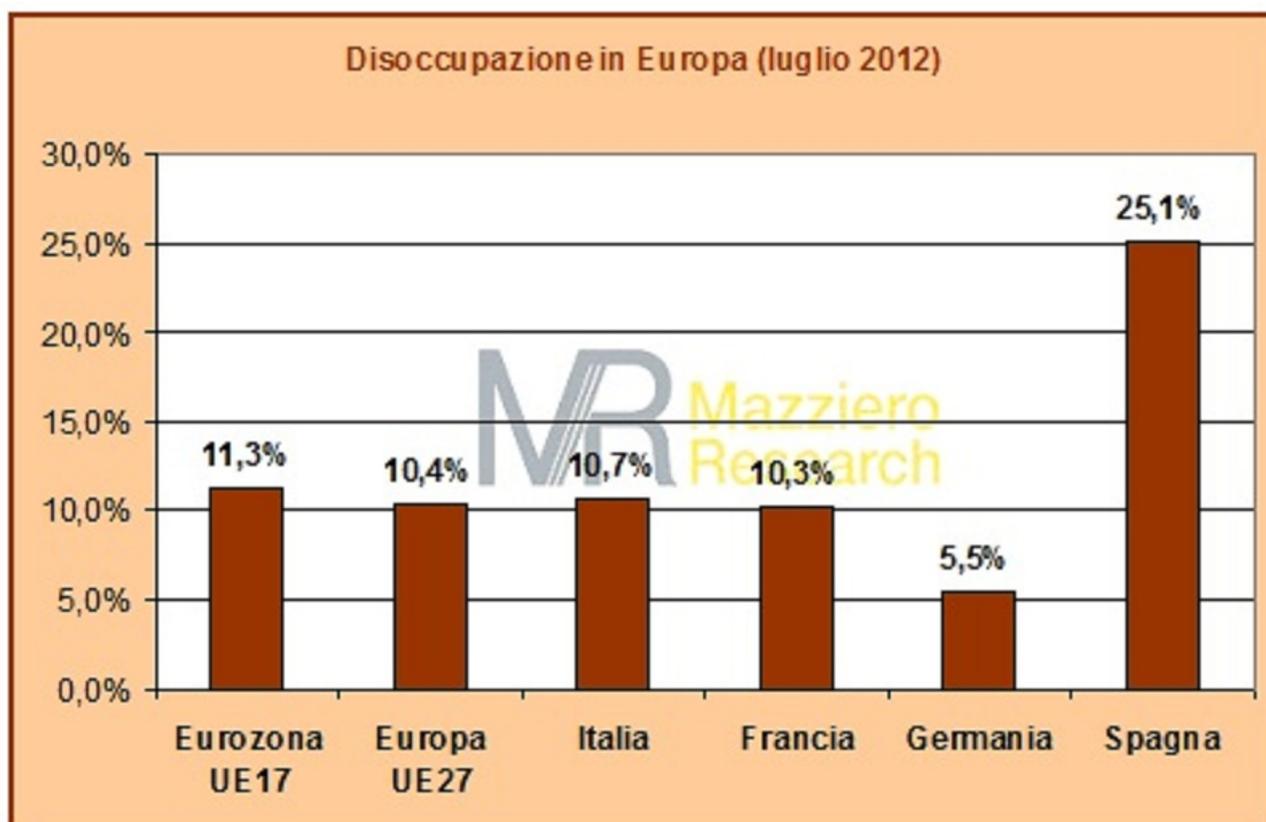
Figura 10: Disoccupazione in Italia da gennaio 2011 a luglio 2012  
(Elaborazione su dati Eurostat)

## I fatti

- Disoccupazione: 10,7% a luglio; +2,5% rispetto all'anno precedente.  
35,3% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni.
- Tasso di occupazione: 57,1% della popolazione in età attiva.
- Cassa integrazione: da gennaio a luglio autorizzate 639,5 milioni di ore,  
a luglio autorizzate 115,7 milioni di ore:  
+21,3% rispetto a giugno 2012;  
+44,2% rispetto a luglio 2011.

## Il commento

Continua a crescere il tasso di disoccupazione in Italia, pur essendosi affacciato un lieve calo di natura stagionale tra giugno e luglio, si veda la Figura 10. Preoccupante inoltre la forte disoccupazione fra i giovani in età attiva.



*Figura 11: Disoccupazione in Europa a luglio 2012  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Le ore di Cassa Integrazione, considerando 240 giornate lavorative annue di 8 ore, celano altre 571.000 persone disoccupate, corrispondenti ad un ulteriore 2,2%; il calcolo realistico dei disoccupati passerebbe pertanto al 12,9%.

Un numero che ci porterebbe ben oltre alla media europea, si veda la Figura 11, e lontanissimi dal 5,5% della Germania.

Ci troviamo di fronte a una società vecchia, sclerotizzata e di un mondo del lavoro poco aperto ai contributi di dinamismo e innovazione che potrebbero derivare da un maggiore impiego giovanile.

Il mondo del lavoro è ormai in corto circuito: i lavoratori di lunga data difendono strenuamente le garanzie maturate, le imprese si arroccano evitando di assumere, i giovani non trovano opportunità di impiego e quindi limitano i progetti di una propria vita familiare indipendente, restando aggrappati all'unica rete di garanzia sociale rappresentata dai genitori; lo Stato tassa in modo forsennato il lavoro - introiti garantiti dalla ritenuta alla fonte - ed evita il varo di concreti incentivi che abbassino il costo del lavoro e favoriscano l'occupazione.

# Approfondimenti

## Il focus di IdeasHaveConsequences.org

### Mercato monetario 2° trimestre 2012

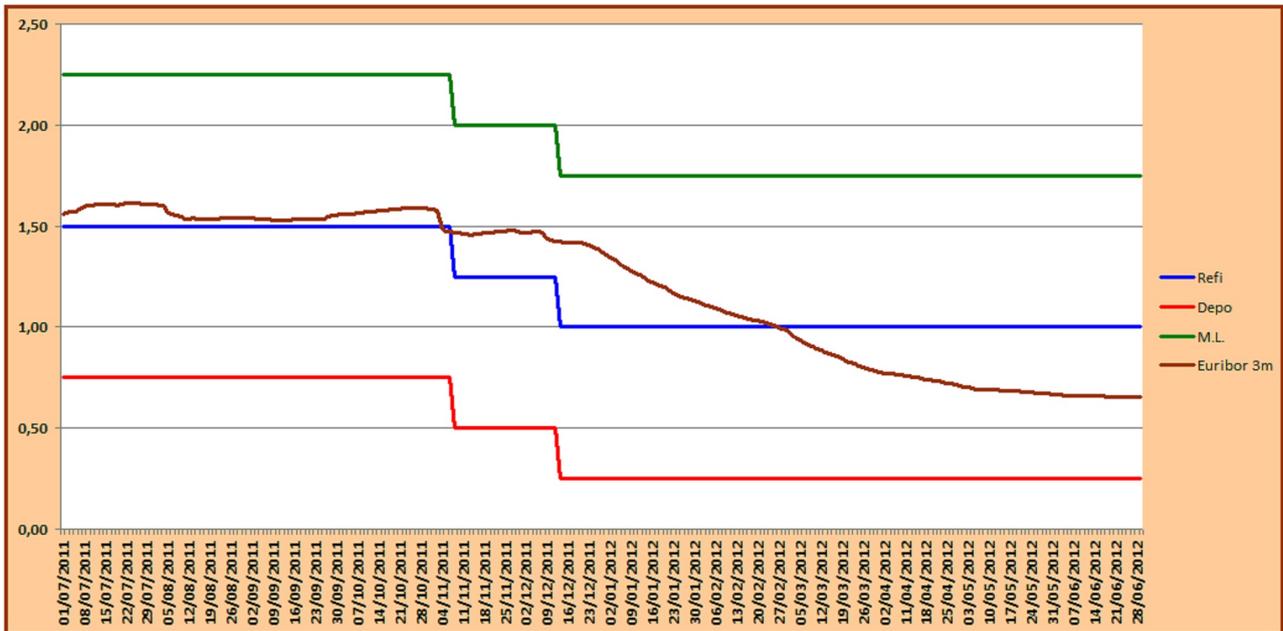
Nel secondo trimestre 2012 la Banca Centrale Europea ha mantenuto invariato il tasso di rifinanziamento all'1%. La politica monetaria, nonostante le divergenze all'interno del board, è rimasta accomodante mentre il mercato interbancario ha cominciato a scontare aspettative di futuri ribassi del ReFi. Nel grafico si può notare chiaramente come l'euribor a 3 mesi segua un'inclinazione marcatamente negativa anticipando tagli per 0.25 – 0.50 basis point e continuando la tendenza avviata a partire da marzo 2012.

	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU
Eonia	1,012	0,906	1,005	0,960	0,790	0,627	0,380	0,366	0,357	0,345	0,337	0,332
Euribor3m	1,597	1,553	1,536	1,576	1,485	1,426	1,222	1,048	0,858	0,744	0,685	0,659
Eurepo3m	1,277	0,883	0,634	0,634	0,395	0,208	0,135	0,155	0,143	0,142	0,118	0,104

*Eonia – Euribor 3m – Eurepo 3m (medie mensili 07/11 – 06/12)*

La BCE ha proceduto a rifinanziare il sistema bancario in giugno in modo significativo a con l'avvicinarsi della scadenza del semestre. Il 12, il 19 ed il 26 giugno sono stati assegnati rispettivamente 131, 167 e 180 miliardi di euro. Continua a mantenersi elevato il livello dei depositi presso l'istituto centrale che hanno superato i 700 miliardi di euro.

Il secondo trimestre ha visto un incremento dello spread tra il rendimento dei titoli di stato a lungo termine dei paesi periferici e quello dei paesi core con forti ripercussioni sulle quotazioni dei relativi titoli bancari, le cui oscillazioni sono in tutto e per tutto correlate con l'andamento delle emissioni dei rispettivi governi. Particolarmente grave lo stato di salute delle banche iberiche che sono ricorse direttamente al supporto del governo di Madrid per evitare il fallimento. La sola Bankia ha avanzato una richiesta iniziale per 19 miliardi di euro: nata dalla fusione di sette banche regionali o cajas pesantemente esposte verso il settore immobiliare e ritenute troppo fragili per fronteggiare l'impatto della crisi, Bankia, si è rivelata a sua volta un colosso dai piedi di argilla troppo grande per fallire. Tuttavia, dato lo stato di salute del sistema bancario iberico, il governo centrale di Madrid con le sue esauste finanze necessita a sua volta del sostegno dell'Unione Europea poiché da solo non è in grado di fronteggiare le necessarie operazioni di ricapitalizzazione.



*Andamento dei tassi BCE ed Euribor 3m*



*Differenziali Euribor-Eoniaswap e Euribor-Eurepo*



*Differenziale Eoniaswap-Eurepo 3m*

Rimane critica anche la situazione per i maggiori gruppi bancari italiani: i primi cinque (Intesa, Unicredit, Mps, Banco Popolare e UBI Banca) hanno proceduto a svalutazione degli avviamenti relativamente all'esercizio 2011 per un importo complessivo pari a 28,3 miliardi di euro. Un incentivo in tal senso è venuto dal decreto Milleproroghe 225/2010 che consente a fronte di svalutazioni dell'avviamento immediati risparmi sul fronte fiscale, risparmi che altrimenti andrebbero a spalmarsi nell'arco di diciotto anni. L'effetto in termini di flussi di cassa è simile a quello di un'iniezione di liquidità e gli analisti stimano minori esborsi tributari per circa 2,5 miliardi.

E' proseguito in Grecia il deflusso di contante: panico e sfiducia hanno raggiunto ormai tutti gli strati della popolazione ed anche i risparmiatori retail hanno iniziato a ritirare il contante dagli istituti locali per il timore di un'eventuale uscita del paese dall'eurozona. Le elezioni tenutesi in Giugno ad Atene hanno contribuito a mantenere alta la tensione tra gli operatori sulla tenuta dell'euro come area valutaria ed anche la Francia, seppur in misura assai inferiore ha subito l'effetto contagio.

Per quanto riguarda l'eurozona nel suo complesso, il rischio controparte è ancora elevato come evidenziato dai differenziali tra i tassi euribor e eurepo ed euribor e eoniaswap a 3 mesi. La crescita di M3 si è mantenuta compresa tra il 2% ed il 3% per tutto il trimestre ed i dati disaggregati della BCE confermano i seguenti trend in atto:

- modesto incremento delle operazioni tra intermediari finanziari o aventi come controparte il Sistema Europeo delle Banche Centrali;
- aumento del finanziamento dei deficit pubblici;
- riduzione del lending al settore privato.

La crescita degli aggregati monetari abitualmente osservati dalla BCE non è quindi riferibile a miglioramenti significativi dello stato di salute dell'economia e per alcuni aspetti potrebbe riflettere anche la riduzione dei volumi originati e intermediati dal c.d. settore bancario ombra (Shadow Banking). Il processo di deleveraging è dunque lontano dall'essersi concluso.

*Silvano Fait*

## **Fonti:**

ECB, monthly bulletin

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

Euribor-EBF, newsletter

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

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

## La BCE non è la “banca del tempo”

La situazione delle economie europee continua a deteriorarsi, da cui le tensioni sui titoli di Stato. La BCE viene spesso chiamata a dare un supporto ai vari Paesi, sia direttamente che indirettamente (ad esempio quale fornitore di liquidità a nuovi enti come l'EMS). La BCE ha già fatto molto, le discussioni sul tavolo in realtà vertono su quanto ancora di più possa o debba fare. Si pensa che la BCE possa “dar tempo” alle economie perché risolvano i loro problemi, ma anche che possa addirittura “risolvere” direttamente i problemi; come è, come non è, la BCE non si è certo tirata indietro dalla dualità del proprio mandato:

<b>Bilancio BCE – Giugno 2012</b>					
(dati in miliardi di euro)					
<b>Attivo</b>			<b>Passivo</b>		
Finanziamenti	1.261	40,6%	Base monetaria	1.783	57,5%
Titoli	632	20,4%	Depositi	216	7,0%
Estero	330	10,6%	Estero	163	5,2%
Oro	434	14,0%	FMI	57	1,8%
Altro	445	14,3%	Altro	388	12,5%
			Mezzi propri	496	16,0%
	3.102	100,0%		3.102	100,0%

*Bilancio BCE a giugno 2012*

Nel secondo trimestre del 2012 la BCE non ha offerto nuovi LTRO, ma ha mantenuto una posizione espansiva. Il suo bilancio è cresciuto dallo scorso trimestre di € 138 miliardi (un ulteriore 4,6%). Se si è visto un certo rientro dalla politica di operazioni di mercato aperto (voce “Titoli” sopra: -4%), le operazioni di finanziamento al sistema bancario sono cresciute di oltre il 9% (€ 107 miliardi) di cui solo in parte finanziate da incrementi netti di base monetaria (€ 26 miliardi, +1,5%) e dall'incremento di indebitamento verso l'estero (la voce “Estero” è cresciuta di € 72 miliardi, nei fatti recuperando il calo di € 80 miliardi del precedente trimestre).

Il ricorso delle banche alla *deposit facility* (compresa nella base monetaria) si è solo leggermente ridotto restando quindi oltre i € 770 miliardi (più di 2/3 della base monetaria); in questo potrebbe aver giocato l'ultimo taglio del REFI a 0,75%, che ha trascinato a zero il rendimento della *deposit facility* (che pertanto resta attraente per il “solo” trattamento “di favore” in bilancio).

A questo quadro si deve aggiungere la *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), ulteriore linea di credito concessa dalle singole Banche Centrali Nazionali (BCN) alle banche commerciali. La differenza tra la ELA e le normali aste di rifinanziamento della BCE, a parte l'ente erogante su cui cade il rischio del credito concesso, è il *collateral* (il titolo richiesto in garanzia): le singole BCN richiedono *collateral* con caratteristiche e rating meno stringenti (e la BCE ormai accetta titoli strutturati anche con rating fino a BBB), e per questo il tasso richiesto per la ELA è più alto di quello delle aste della BCE. Tali operazioni sono riportate, da aprile 2012, nel conto “*altri crediti in euro verso istituzioni creditizie*” (all'interno della voce “Altro” dello schema), ed il loro valore è passato da € 59,5 miliardi di marzo (€ 45 miliardi nella sola Grecia) a € 186 miliardi di fine semestre, il che praticamente raddoppia il credito complessivo concesso alle banche nel secondo trimestre, ma significa anche una peggior qualità media dei bilanci delle singole BCN.

Pertanto, se nei primi tre mesi del 2012 i finanziamenti a sistema bancario europeo sono aumentati di € 290 miliardi, nel secondo trimestre sono aumentati di circa € 107 miliardi a carico della BCE più circa € 126 miliardi a carico delle singole BCN (soprattutto, si ritiene, quelle greca e spagnola), per un totale di oltre € 230, cioè non molto meno del trimestre precedente e senza il clamore degli LTRO.

Da quanto sopra è chiaro che le autorità monetarie europee continuano a fornire liquidità al sistema in modo alquanto generoso ed attraverso canali sempre più rischiosi per il proprio bilancio (aste di rifinanziamento con *collateral* sempre peggiori, acquisti di titoli, aste di rifinanziamento, ELA...). A cosa serve tutto questo?

Come detto all'inizio, c'è chi spera che stampare denaro sistemi le cose, e chi “solamente” spera che si possa guadagnare tempo per le riforme degli appesantiti fardelli pubblici. Ricordo a proposito le parole di Mervyn King, Governatore della Bank of England, nella sua dichiarazione di metà giugno: “*il problema non è la liquidità perché dopo pochi mesi [dai due LTRO della BCE] risiamo al punto di prima. È un problema di solvibilità: dove ci sono debitori che non riescono a pagare, ci sono creditori che non verranno ripagati. Finché le perdite non vengono riconosciute [...] i problemi attuali continueranno a trascinarsi avanti*”.

Per quanto osservo dal 2007, riportando su *Ideas Have Consequences*, escludo la prima ipotesi e concordo con King. Quest'ultimo si riferiva all'economia privata, ma è facile estendere le sue considerazioni anche all'economia pubblica: realisticamente la BCE sta solo comprando tempo per i Paesi dell'Eurozona. Ma la BCE non è la “banca del tempo”, è solo un ente che ha potere di stampare denaro con cui il percettore può – se esistono sufficienti risorse reali – tamponare i problemi finanziari correnti per poter nel frattempo realizzare riforme che risolvano i veri problemi di solvibilità. Purtroppo il dibattito corrente pone la questione delle riforme in termini di abdicazione o meno al potere di un certo Paese o della sovranazionale Unione Europea, in cui la BCE è presentata come dispensatrice di facili soluzioni dietro esose richieste; in realtà il problema originale è l'indebitamento individuale, incentivato anche dagli ultimi venti anni di denaro facile delle Banche Centrali, mentre la BCE continua con il drenaggio di ricchezza reale verso gli irrifformati debitori (Stati e relativi sistemi bancari).

La BCE non è la “banca del tempo” nel senso che non crea tempo; con la sua politica monetaria redistribuisce potere d'acquisto (contro una ricchezza reale data) a favore dei percettori dei suoi finanziamenti, e contemporaneamente lo toglie agli altri settori economici. L'altro canale redistributivo, di cui già nel Quaderno di Ricerca di fine 2012, è la spinta sui prezzi alimentata dalla creazione di moneta, uno strumento di *Financial Repression* che permette di ridurre il valore reale del debito (a danno dei creditori, chiaramente). Se chi soffre di problemi di solvibilità è – come naturalmente accade – tra i soggetti meno produttivi, questa redistribuzione di ricchezza finisce per indebolire l'economia. Questo significa che “l'acquisto di tempo” che si pretende di ottenere tramite la BCE, ha un costo in termini reali, e non può durare all'infinito a meno di non volere Pubbliche Amministrazioni artificialmente in piedi mentre il resto del Paese cade in una recessione (non solo economica). Significa anche che chi ha questa maggior liquidità non “acquista tempo” bensì “si appropria del tempo degli altri”. Non dovrebbe essere necessario, ora, essere tedeschi per capire le implicazioni di una licenza bancaria all'ESM; basta essere risparmiatori.

*Leonardo Baggiani*

## Bibliografia

Baggiani Leonardo (2012) “*Draghi: Nuove Scuse per Nuova Moneta*” Ideas Have Consequences 13/08/2012 <http://ideashaveconsequences.org/draghi-nuove-scuse-per-nuova-moneta/leo>

Banca Centrale Europea (2012) “*Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 29 giugno 2012*”, comunicato stampa 04/07/2012.

Commerzbank (2012), “*Concern about the global economy – Is the last pillar of the euro area crumbling?*”, Week in Focus 08/06/2012.

Commerzbank (2012), “*ECB: What happens now Mr Draghi?*”, Week in Focus 06/07/2012.

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

## Glossario

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

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

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

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

## Il commento di Andrew Lawford

### **Nella battaglia tra complessità e semplicità, perderanno le imprese e i contribuenti**

Con l'evolversi della crisi economica europea, si sta svolgendo una battaglia per decidere se si vuole un sistema finanziario semplice o complesso. Finora, le indicazioni sono che la complessità vincerà senza grande difficoltà soprattutto perché quasi nessuno si sta impegnando per promuovere la causa della semplicità.

Il Financial Times ha pubblicato recentemente un articolo scritto da Wolfgang Schäuble, ministro delle finanze tedesco<sup>[1]</sup> con il titolo lodevole di “Come proteggere i contribuenti UE contro il fallimento delle banche”. L'articolo che segue quel titolo è un esame di come sviluppare un regolamento bancario europeo che tenga conto del fatto che “l'auto-regolamento e la supervisione leggera semplicemente non funzionano nel settore finanziario”. L'affermazione di Schäuble sembrerà assolutamente vera ai più, ma solo perché non viene considerato il motivo per cui l'attuale sistema di regolamento non ha funzionato (si veda sotto).

Tra i pochi proponenti di una semplificazione delle regole che governano le banche è Andy Haldane, un ufficiale della Bank of England che ha espresso le sue opinioni al recente incontro dei banchieri centrali a Jackson Hole negli USA.<sup>[2]</sup> Ha fatto notare che il regolamento di Basilea è cresciuto da 30 pagine negli anni '80 a niente meno di 616 pagine per Basilea III (approvato nel 2010). Un recente studio del FMI ha riportato altri commenti di Haldane che “le tipologie di rischio sono aumentate da circa 7 per Basilea I all'attuale stima conservativa di più di 200.000 sotto Basilea II. Per determinare il ratio di una banca, i calcoli da effettuare sono aumentati da meno di 10 a più di 200 milioni. L'analista quantitativo e il computer hanno sostituito l'addetto alla contabilità e la calcolatrice.”<sup>[3]</sup> Certamente non si può dire che il regolamento bancario non sia già piuttosto complicato!

L'analisi del FMI fa capire che l'attuale complessità del regolamento bancario permette una grande flessibilità alle banche stesse quando valutano le proprie attività e questo apre la porta all'ottimizzazione regolamentare. Una spinta verso un regolamento più severo delle banche creerà sempre più incentivo per trovare delle “scappatoie” (ottimizzazioni) per fuggire all'attenzione della vigilanza bancaria.

[1] <http://www.ft.com/intl/cms/s/o/d270a89e-f213-11e1-8973-00144feabdco.html#axzz25PkJ4Bjd>

[2] <http://www.ft.com/intl/cms/s/o/8a5e61b2-f34a-11e1-9c6c-00144feabdco.html#axzz257DoEhpa>

[3] IMF Working Paper – Revisiting Risk-Weighted Assets – Le Leslé & Avramova, March 2012, pagina 21.

Tornando al discorso del perché l'attuale sistema non ha funzionato, basta considerare le conseguenze per quelle banche che non sono state gestite bene. Al peggio, lo stato paga per i danni e il top management perde qualche privilegio! Nel caso di RBS nel Regno Unito, dove lo stato è socio per l'82%, Sir Fred Goodwin, l'architetto del disastroso collasso della banca, è tornato a essere semplicemente Mr Goodwin, anche se ha mantenuto una pensione annua da 350 mila sterline. Un po' più vicino a casa, si può evidenziare la sorte di UniCredit, dove la performance di Alessandro Profumo (anch'egli Cavaliere) ha portato al crollo del titolo, ma una buona uscita di 40 milioni di euro e il suo "riciclaggio" (dopo qualche tempo) alla presidenza di Monte dei Paschi di Siena.

È l'opinione di chi scrive che un ritorno al concetto di una banca come un'impresa privata che deve essere responsabile (nel bene e nel male) delle proprie decisioni ovierebbe al problema della severità del regolamento necessario per mantenere in piedi il sistema. Se una banca volesse rischiare di più per ottenere un profitto più alto rispetto ai propri concorrenti, lo farebbe sapendo bene che magari un giorno si presenterebbero delle conseguenze negative.

Solitamente di fronte ad affermazioni come quella del paragrafo precedente gli esperti dicono che bisogna salvare le banche grandi perché altrimenti c'è un "rischio sistemico". Il concetto di "rischio sistemico", o, in parole povere, la convinzione che una banca è "troppo grande per fallire", nasce perché gli ultimi decenni hanno visto la proliferazione di banche veramente internazionali. In questo contesto, bisogna riflettere sui benefici offerti dalle banche internazionali: l'attività bancaria, alla fine, non è molto complessa, se si considera il suo scopo principale di offrire ai risparmiatori e imprese un luogo sicuro dove depositare i propri soldi e offrire a chi ha bisogno di soldi un luogo dove ottenere un prestito. Il problema è che in questi anni di globalizzazione e internazionalizzazione si considerano le banche piccole non più capaci di svolgere questo lavoro. Forse sarebbe proprio il caso che le autorità riflettessero sui meriti di un ritorno a banche di piccola taglia, ma con una grande conoscenza delle realtà dove operano. Un cambiamento di filosofia potrebbe arrivare ben presto a soddisfare le esigenze di Schäuble di proteggerci dal fallimento delle banche, mentre un ritorno all'importante attività di supporto alle PMI potrebbe dare respiro a una ripresa economica vera, che duri nel tempo.

*Andrew Lawford*

## **Bibliografia**

*How to protect EU taxpayers against bank failures* – Financial Times 30/08/2012

<http://www.ft.com/intl/cms/s/o/d270a89e-f213-11e1-8973-00144feabdco.html#axzz25PkJ4Bjd>

*Haldane calls for rethink of Basel III* – Financial Times 31/08/2012

<http://www.ft.com/intl/cms/s/o/8a5e61b2-f34a-11e1-9c6c-00144feabdco.html#axzz257DoEhpa>

IMF Working Paper – *Revisiting Risk-Weighted Assets* – Le Leslé & Avramova, March 2012

Moody's Analytics – *Basel III New Capital and Liquidity Standards - FAQs*

# Conclusioni

Anche in questo Osservatorio trimestrale abbiamo dovuto con rammarico constatare un peggioramento dei dati economici italiani sia in termini di debito, che di inflazione e disoccupazione. Non manca qualche timido segnale positivo derivante dal miglioramento del rapporto tra entrate e uscite; non sappiamo se questi cambiamenti possano mantenersi nel tempo, dato che le entrate dipendono necessariamente dalla tassazione e che potremmo già aver raggiunto il punto oltre il quale queste diminuiscono.

Il nostro Quaderno di Ricerca continuerà trimestralmente ad esaminare l'evoluzione e a presentarla nel medesimo modo disinibito che ci contraddistingue.

Ricordiamo che chiunque venisse in possesso di questo studio lo potrà divulgare nei modi e nelle forme che riterrà più opportune, fermo restando l'indicazione e la citazione della fonte e dell'autore.

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

*Maurizio Mazziero*

## Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2011*, aprile 2012
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 31 maggio 2012
- Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico
- Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 69, luglio 2012
- Banca d'Italia, *Statistiche di Finanza Pubblica nei Paesi dell'Unione Europea*, 17 ottobre 2011
- Banca d'Italia, *I bilanci delle famiglie italiane nel 2010*, Supplementi al Bollettino Statistico, 25 gennaio 2012
- Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, aprile 2012
- Banca d'Italia, *Tassi di interesse*, luglio 2012
- Bank for International Settlements, *82ma Relazione Annuale*, 24 giugno 2012
- CGIA Mestre, *Comunicato Stampa: Famiglie con i conti sempre più in rosso*, 4 agosto 2012
- Corte dei Conti, *Audizione in tema di rendiconto dello Stato” – Presidente Luigi Gianpaolino*, 26 luglio 2012
- Fitch, *Fitch Downgrades Spain to 'BBB;' Outlook Negative*, 7 giugno 2012
- Maura Francese e Angelo Pace, *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Banca d'Italia, Occasional paper n. 31, 2008
- International Monetary Found, *Italy 2012 Article IV Consultation*, luglio 2012
- International Monetary Found, *Concluding Statement of the IMF Mission*, 16 maggio 2012
- Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*, 2 agosto 2012
- Istat, *Annuario Statistico 2010*
- Istat, *Indicatori Demografici – Stime per l'anno 2011*, 27 gennaio 2012
- Istat, *Conti Economici Nazionali*
- Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 23 aprile 2012
- Istat, *Occupati e disoccupati*, 31 agosto 2012
- Istat, *Pil e indebitamento AP anni 2009-2011*, 2 marzo 2012
- Istat, *Prezzi al consumo*
- Istat, *Stima preliminare del Pil*, 7 agosto 2012
- I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*
- Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.*, 11 giugno 2012
- Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia 2011: un anno di sofferenza*, 18 febbraio 2012
- Maurizio Mazziero, *Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.*, 13 dicembre 2011
- Maurizio Mazziero, *Italia: l'economia al giro di boa del 2011*, 16 agosto 2011
- Maurizio Mazziero, *Italia 1q2011: Pil, debito & Co.*, 17 maggio 2011
- Maurizio Mazziero, *2010: un altro anno a debito per l'Italia*, 29 marzo 2011
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Documento di Economia e Finanza 2012*, 18 aprile 2012
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Atto d'indirizzo per il conseguimento degli obiettivi di politica fiscale per gli anni 2012/2014*, febbraio 2012

Ministero dell'Economia e delle Finanze – Ragioneria Generale dello Stato, *Rapporto sulle entrate tributarie Giugno 2012*, 13 agosto 2012

Ministero dell'Economia e delle Finanze – Ragioneria Generale dello Stato, *Rapporto sulle entrate tributarie Aprile 2012*, 5 giugno 2012

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

Moody's, *Moody's changes outlook on the EFSF's (P)Aaa rating to negative*, 25 luglio 2012

Moody's, *Moody's changes the outlook to negative on Germany, Netherlands, Luxembourg and affirms Finland's Aaa stable rating*, 23 luglio 2012

Moody's, *Moody's downgrades Italy's government bond rating to Baa2 from A3, maintains negative outlook*, 13 luglio 2012

Moody's, *Moody's downgrades Spain's government bond rating to Baa3 from A3, on review for further downgrade*, 13 giugno 2012

Moody's, *Moody's downgrades Cyprus's government bond ratings to Ba3 from Ba1; on review for further downgrade*, 13 giugno 2012

Ocse, *OECD Economic Surveys: Euro Area*, 27 marzo 2012

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

# Quaderno di Ricerca

## Italia economia a metà 2012

### Autori

#### Per l'Osservatorio *Maurizio Mazziro*

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

#### Per gli Approfondimenti *Leonardo Baggiani*

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

#### *Silvano Fait*

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

#### *Andrew Lawford*

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

Vanzago, 10 settembre 2012

Altri articoli e studi sono disponibili ai siti:

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

<http://ideashaveconsequences.org/>

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

*MAZZIERO RESEARCH – Copyright ©2012 – Tutti i diritti riservati  
L'utilizzo e la diffusione dello studio è libera purché venga citata la fonte.*