

# Quaderno di Ricerca

## Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co. *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. 5</b>
<b>Il debito pubblico</b>	<b>Pag. 8</b>
<b>Lo stock di Titoli di Stato</b>	<b>Pag. 12</b>
<b>Le Riserve Banca d'Italia</b>	<b>Pag. 17</b>
<b>Il Prodotto interno lordo</b>	<b>Pag. 18</b>
<b>L'inflazione</b>	<b>Pag. 21</b>
<b>La disoccupazione</b>	<b>Pag. 23</b>
<b>Approfondimenti</b>	<b>Pag. 25</b>
<b>Il focus di IdeasHaveConsequences.org</b>	<b>Pag. 25</b>
<b>Il commento di Andrew Lawford</b>	<b>Pag. 33</b>
<b>Conclusioni</b>	<b>Pag. 36</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>Pag. 37</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

Un altoforno che brucia il denaro dei cittadini, così potrebbe essere paragonato lo Stato italiano relativamente al debito; ciò è quanto emerge da questo ottavo Osservatorio sui dati economici italiani.

Malgrado le pubbliche esternazioni di soddisfazione del Governo, quello che appare è un debito fuori controllo, che supererà quest'anno il 128% del Pil, finanziato da uno stock di titoli di Stato in continua ascesa; a ciò si accompagna una recessione galoppante, un'inflazione che non demorde e una disoccupazione che piaga il tessuto sociale, già martoriato dalla feroce tassazione.

Questa è la fotografia che emerge dall'Osservatorio analizzando i dati pubblici, non vi è ragione per cui questi incontrovertibili fatti debbano restare ignorati alla maggioranza della popolazione del nostro paese. Per questo continua il nostro sforzo di divulgazione.

Anche in questo numero abbiamo ricalcato uno schema volto a favorire la consultazione della corposa mole di dati:

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

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

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

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

# I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Stabile
Belgio	AA	Negativo	AA	Negativo	Aa3	Negativo	A+	Negativo
Cipro	B	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

- 10 ottobre 2012, S&P declassa la Spagna da BBB+ a BBB-.
- 16 ottobre 2012, Moody's conferma il rating Baa3 per la Spagna, con outlook negativo.
- 17 ottobre 2012, S&P declassa Cipro da BB a B.

## Il commento

La variazione più rilevante dei rating nel trimestre è stato il downgrade della Spagna da BBB+ a BBB- da parte di Standard & Poor's; una mossa in gran parte scontata che non ha fatto altro che allineare il giudizio a quello espresso da Moody's. Quest'ultima ha confermato tale valutazione, mantenendo un outlook negativo che potrebbe preludere ad ulteriori declassamenti.

Da un lato le probabilità di perdere l'accesso ai mercati da parte della penisola iberica sono diminuite dopo le misure poste in essere dalla BCE, dall'altro resta però l'elevato grado di insolvenza delle banche spagnole.

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*

Declassamento anche per Cipro ormai a livello di spazzatura, si tratta comunque di un'economia modesta che non dovrebbe avere effetti di trascinamento all'esterno; le ricadute principalmente sono di immagine e pregiudicano le ambizioni cipriote di diventare un centro finanziario di rilievo.

La **Tabella 1** mostra uno schema riassuntivo dei rating assegnati dalle agenzie; mentre la **Tabella 2** riporta la corrispondenza fra le varie classi di rating delle quattro società di valutazione.

Continua invece il braccio di ferro tra le agenzie di rating e i governi; le scaramucce riemergono ogni volta che ci si trova di fronte a un nuovo declassamento.

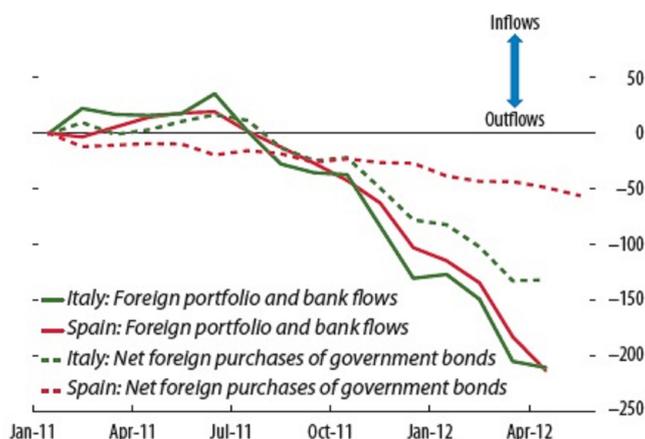
Se è pur vero che le agenzie non hanno brillato per imparzialità di giudizio, assegnando il massimo livello di credito a titoli legati a mutui subprime, i governi dovrebbero cercare di mettere i loro conti a posto prima di recriminare a ogni modifica di rating dovuta al peggioramento del debito sovrano.

Ed è proprio di questi giorni il rinvio a giudizio da parte della procura di Trani nei confronti di Fitch e Standard & Poor's, archiviazione invece per Moody's, per manipolazione del mercato. Il fatto si riferirebbe alle dichiarazioni preventive rilasciate a mercati aperti circa un imminente declassamento del nostro paese nel mese di gennaio 2012.

Tale decisione della Procura di Trani è stata fortemente avversata da Fitch che ha dichiarato di voler porre termine alle comunicazioni di rating relative all'Italia, cessando tutte le conferenze in merito e considerando anche un abbandono del nostro paese.

# Il sistema bancario

**Figure 2.4. Portfolio Outflows from Italy and Spain**  
(In billions of euros)



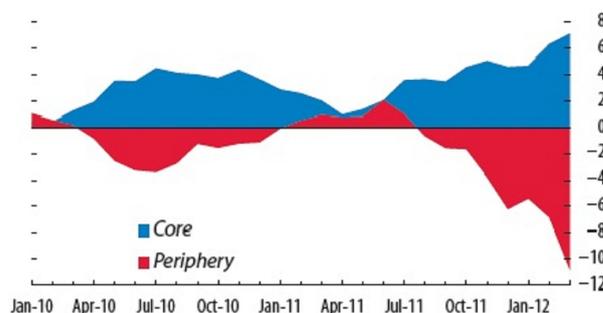
Sources: Haver Analytics; and IMF staff estimates.

*Figura 1: Deflusso di capitali dalle banche spagnole e italiane dal 2011 al 2 trim. 2012*  
(Fonte: Fondo Monetario Internazionale)

## I fatti

- I deflussi di denaro da giugno 2011 a giugno 2012 dalle banche spagnole sono stati di 296 miliardi di euro (27% del Pil 2011), dalle banche italiane 235 miliardi (15% del Pil 2011).
- I deflussi di denaro dai paesi periferici sono diretti per il 70% verso i paesi core.
- Da giugno 2011 a giugno 2012 la detenzione dei titoli di Stato italiani da parte di soggetti stranieri si è ridotta dal 46,8% al 27,8%, a cui si aggiunge un 5,5% detenuto dall'Eurosistema nell'ambito del Securities Markets Programme.

**Figure 1.5. Portfolio and Other Investment Capital Flows in the Euro Area, Excluding Central Banks**  
(Cumulative from December 2009, in percent of GDP in preceding year)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff estimates.

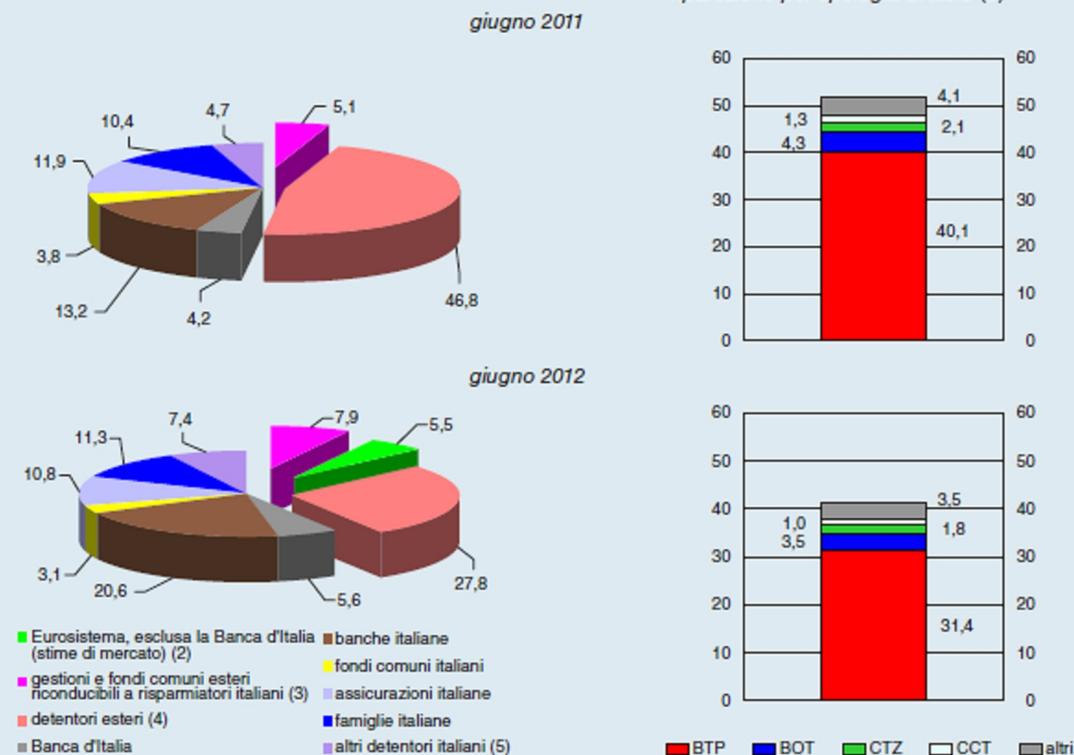
Note: To estimate the autonomous, private-sector-driven component of total flows, flows are calculated as the sum of net portfolio and other investment flows, excluding changes in TARGET2 balances at the central bank. Core = Belgium, France, Germany, and the Netherlands; periphery = Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

*Figura 2: Deflusso di capitali dalle banche spagnole e italiane dal 2011 al 2 trim. 2012*  
(Fonte: Fondo Monetario Internazionale)

**Titoli pubblici italiani: ripartizione per categoria di detentore e per tipologia di titolo**  
(dati di fine periodo; valori percentuali)

(a) ripartizione per categoria di detentore (1)

(b) quota detenuta da non residenti: ripartizione per tipologia di titolo (6)



(1) Dati dei conti finanziari. Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. Le quote relative a detentori non residenti sono raffigurate in modo separato rispetto alle altre. – (2) Stima di mercato dei titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema (al netto di quelli della Banca d'Italia) nell'ambito del Securities Markets Programme. – (3) Gestioni patrimoniali e fondi comuni amministrati da operatori esteri ma riconducibili a risparmiatori italiani. Dati parzialmente stimati. – (4) Al netto dei titoli detenuti da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani e dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia). – (5) Include le società non finanziarie, i fondi pensione e altre tipologie di investitori. – (6) Ripartizione del totale delle quote di titoli pubblici italiani detenuti da investitori non residenti (raffigurate nel corrispondente grafico di sinistra in modo separato rispetto alle altre). La ripartizione è stimata sulla base di dati di bilancio dei pagamenti ai valori nominali. La tipologia "altri" è rappresentata da prestiti della Repubblica (2,3 per cento nel giugno 2012), titoli degli enti locali (0,8 per cento) e altre voci residuali (0,4 per cento).

*Figura 3: Suddivisione tra i detentori di titoli di Stato italiani*  
(Fonte: Banca d'Italia)

## Il commento

Imponente il deflusso di denaro dalle banche di Spagna e Italia, si veda la Figura 1, da giugno 2011 a giugno 2012 sono usciti 296 miliardi dalle banche spagnole e 235 miliardi da quelle italiane; rispettivamente il 27 e il 15% del Pil di ciascun paese.

Parte di questi denari sono confluiti verso i paesi core dell'Unione Europea, si veda la **Figura 2**, segno che a fronte di una sfiducia nel proprio paese l'Unione viene ancora percepita come solida, tanto da attrarre investimenti malgrado i rendimenti molto compressi.

Piuttosto interessante, invece, notare come si stiano concretizzando le operazioni di finanziamento LTRO e di acquisto dei titoli di Stato da parte della BCE, si veda la **Figura 3**.

Sino a giugno 2011 ben il 46,8% dei titoli di Stato italiani era detenuta da investitori esteri; a giugno 2012 questa percentuale era scesa al 27,8%, con un cambio di mano di oltre 300 miliardi.

In parte questi titoli sono stati rilevati dalla BCE, attraverso acquisti sul mercato secondario (Securities Markets Programme) per sostenere le quotazioni; ciò ha riguardato un 5,5% dei titoli pari a circa 90 miliardi di euro.

Forti acquisti da parte delle banche italiane, in una sorta di contropartita a fronte dei finanziamenti all'1% elargiti dalla BCE (Long Term Refinancing Operation), che sono passate dalla detenzione del 13,2% al 20,6% con un incremento di 120 miliardi; ma anche le famiglie italiane hanno creduto nelle opportunità offerte dai titoli di Stato nazionali, aumentando la loro quota dell'1%, poco più di 16 miliardi, per portarla all'11,3%. In realtà le famiglie italiane detengono una quota ancor maggiore attraverso assicurazioni, fondi comuni e fondi comuni esteri con partecipazioni riconducibili a investitori italiani.

Siamo di fronte a un disegno d'insieme che abbiamo già delineato nei passati Osservatori, l'obiettivo è quello di rendere ciascun paese dipendente dai cittadini per il finanziamento del proprio debito in modo che qualora fosse necessario ricorrere in futuro a delle ristrutturazioni (default parziale) sarà esclusivamente un travaso di risorse dalle tasche dei residenti alle casse pubbliche, evitando nel contempo un effetto domino su altri paesi.

# Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2011		2012	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
<b>Gennaio</b>	1.887.915	36.780	1.943.349	37.786
<b>Febbraio</b>	1.883.675	-3.879	1.936.240	-6.054
<b>Marzo</b>	1.875.300	-7.845	1.954.489	18.249
<b>Aprile</b>	1.898.185	22.283	1.957.411	2.922
<b>Maggio</b>	1.905.101	6.956	1.974.718	17.307
<b>Giugno</b>	1.910.027	4.352	1.982.230	7.512
<b>Luglio</b>	1.921.613	9.933	1.977.485	-4.745
<b>Agosto</b>	1.908.625	-12.273	1.975.632	-1.853
<b>Settembre</b>	1.891.695	-15.796	1.995.143	19.511
<b>Ottobre</b>	1.916.402	25.334		
<b>Novembre</b>	1.912.389	-4.213		
<b>Dicembre</b>	1.906.737	-7.680		
<b>Incremento</b>		<b>53.952</b>		<b>90.635</b>

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

## I fatti

- Segnato a giugno un nuovo massimo storico del debito pubblico vicino a 1.995 miliardi.
- L'incremento del debito del III trimestre è di quasi 13 miliardi.
- L'incremento del debito da inizio 2012 è di oltre 90 miliardi.
- L'incremento del debito nei primi 9 mesi del 2012 è superiore del 68% dell'intero aumento del debito nel 2011.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente al 31 dicembre 2011, è di 32.787 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di circa 695 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 53,43%, il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 25,80%.

## Il commento

Un altoforno che brucia il denaro dei cittadini, così potrebbe essere paragonato lo Stato italiano relativamente al debito; anche il terzo trimestre del 2012 ha segnato un nuovo massimo storico superando i 1.995 miliardi.

In un solo trimestre il debito è aumentato di 13 miliardi, nei primi nove mesi del 2012 il nuovo debito è stato di 90 miliardi, ben il 68% in più dell'intero aumento del debito nel 2011.

Malgrado le dichiarazioni di miglioramento dei conti del Governo Monti, queste affermazioni non sono riscontrabili nei fatti; evidentemente la squadra del Professore dice di fare "i compiti a casa", ma poi non li svolge.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflazione
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,70%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,40%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,50%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,00%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	1,70%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,00%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	1,70%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,20%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,70%
Anno 2010	1.851.217	89.988	5,11%	1,60%
Anno 2011	1.906.737	55.520	3,00%	2,70%
1 Trim. 2012	1.954.489	47.752	NA	NA
2 Trim. 2012	1.982.230	27.741	NA	NA
3 Trim. 2012	1.995.143	12.913	NA	NA
<b>Incremento</b>		694.802	53,43%	25,80%

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 3 trim. 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Un'ipocrisia che si rinnova occasione dopo occasione, dando la sensazione agli italiani di essere quasi fuori dalla crisi e spingendoli a continuare i sacrifici per non vanificare quelli sin qui fatti; ma la crisi non giunge mai al termine, è un orizzonte che si sposta, travasando i risparmi dei cittadini nelle voraci fauci dello Stato, che perpetua gli sprechi.

E se da un lato i vincoli per la stabilità si fanno sempre più stringenti da parte degli organi internazionali che ci sorvegliano attentamente, non mancano le dichiarazioni positive nei confronti del nostro paese. "L'Italia ha fatto enormi sforzi per accelerare le riforme economiche che dovevano essere attuate da lungo tempo, ma è oggi essenziale proseguire su questa via"; così si è espresso il Segretario Ocse Angel Gurría il 24 settembre a Roma nel corso della presentazione delle raccomandazioni al nostro paese.

"Queste riforme sono state coraggiose, ambiziose e di vasta portata. Tuttavia – ha aggiunto – l'attuazione e la continuazione delle riforme è fondamentale. Il successo dell'Italia nel raccogliere tali sfide sarà decisivo non solo per gli italiani ma per tutta l'Europa."

A tal proposito è piuttosto curioso notare come i comunicati stampa cambino di "sapore" quando vengono redatti in lingue differenti, di seguito troviamo uno stralcio in italiano e in inglese.

**Italiano.** Le riforme già approvate dal Governo italiano potrebbero portare ad un aumento del PIL fino al 4% all'anno nei prossimi 10 anni, secondo l'OCSE.

**Inglese.** We estimate that the benefits of these measures could raise Italy's GDP by some 4% over the next ten years. This means adding some 0.4 percentage points to Italy's growth every year for the next ten years, based on the reforms announced so far.

L'attento lettore può notare l'utilizzo di due toni diversi. Da un lato un trionfante 4% nei (per i) prossimi 10 anni. Dall'altro uno striminzito 0,4% annuo, equivalente a circa 6 miliardi. Una cifra ragguardevole, ma che non sposta minimamente lo stato delle cose quando nel solo mese di settembre il debito è aumentato di quasi 20 miliardi.

Eppure continua l'affannosa ricerca di denaro fresco per alimentare l'altoforno, talvolta con iniziative anacronistiche, tanto ridicole, quanto portatrici di scarsi risultati. Potremmo citare la recente proposta, inserita nella legge di stabilità, di tassare le macchine acchiappa peluche dei giostrai, oppure la dotta distinzione nella risoluzione 92/E dell'Agenzia delle Entrate in cui solerti funzionari distinguono fra patate prefritte surgelate che scontano l'Iva al 4% e patate prefritte surgelate con aggiunta di spezie a cui si applica l'Iva al 10%.

Certo una distinzione che ci fornisce un'idea di quale dettaglio abbia raggiunto il nostro fisco, ma che non ci dà l'idea di quanto possano costare, anche solo in termini di personale, l'elaborazione di queste determinazioni e poi la loro attuazione. Peccato che poi tale solerzia non si riscontri nel recuperare i soldi che gli enti esattori riscuotono; emblematico il caso dell'esattore di Rapallo amministratore di Tributi Italia arrestato il 2 ottobre per omesso versamento delle imposte riscosse per conto dell'Erario e di 400 comuni tra il 2006 e il 2010. Un danno erariale perpetrato in modo assolutamente indisturbato per oltre 4 anni.

(Milioni di Euro)	2011			2012		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
<b>Gennaio</b>	32.068	22.996	9.072	31.808	20.658	11.150
<b>Febbraio</b>	27.028	30.944	-3.916	27.784	33.632	-5.848
<b>Marzo</b>	31.072	49.217	-18.145	28.729	43.038	-14.309
<b>Aprile</b>	28.729	29.328	-599	29.791	36.410	-6.619
<b>Maggio</b>	34.474	34.722	-248	37.475	53.901	-16.426
<b>Giugno</b>	38.613	62.066	-23.453	41.047	29.178	11.869
<b>Luglio</b>	39.361	38.361	1.000	43.413	54.115	-10.702
<b>Agosto</b>	37.200	29.128	8.072	37.152	28.421	8.731
<b>Settembre</b>	25.449	23.471	1.978	23.915	25.131	-1.216
<b>Ottobre</b>	30.933	31.065	-132			
<b>Novembre</b>	32.083	51.614	-19.531			
<b>Dicembre</b>	80.859	99.050	-18.191			
<b>Totale</b>	<b>437.869</b>	<b>501.962</b>	<b>-64.093</b>	<b>301.114</b>	<b>324.484</b>	<b>-23.370</b>

*Tabella 5: Andamento entrate e uscite statali dal 2011 al 3 trim. 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## I fatti

- Nei primi 9 mesi del 2012 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 23,37 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2011 era stato di 26,24 miliardi.
- La media delle entrate dei primi 9 mesi del 2012 è stata di 33,5 miliardi.
- La media delle entrate dei primi 9 mesi del 2011 è stata di 32,7 miliardi.
- La media delle entrate del 2011 è stata di 36,5 miliardi.
- La media delle uscite dei primi 9 mesi del 2012 è stata di 36,1 miliardi.
- La media delle uscite dei primi 9 mesi del 2011 è stata di 35,6 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 9 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 9 mesi è inferiore alla media dell'intero 2011, ma superiore alla media del corrispondente periodo del 2011.

# 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
3 Trim. 2012	1.650.259	6,58	22.872	NA
Ott. 2012	1.672.188	6,53	NA	NA

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

## I fatti

- Nuovo massimo storico a settembre del circolante dei titoli di Stato a 1.672 miliardi.
- Continua la tendenza in calo della vita media residua a 6,53 anni.
- Gli interessi passivi nei primi 9 mesi sono stati pari a 62 miliardi.
- Tassi di interesse medi a ottobre: BOT 1,52%, BTP 4,52%, CCT 3,52%.

## 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 4** che presenta la relazione dell'andamento fra le due voci.

La **Figura 5** mostra invece l'andamento medio dei tassi di interesse richiesti dal mercato; seppur superata la fase acuta questi presentano ancora dei valori elevati che aggravano la posizione debitoria nel lungo termine.

La **Figura 6** 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, ma che porta con se una controindicazione: la necessità di ricercare fondi sui mercati con una frequenza maggiore.

La **Figura 7** presenta i titoli in scadenza sino a dicembre 2013; particolarmente gravoso sarà il rinnovo dei titoli a dicembre 2012, quando risulteranno in scadenza oltre 60 miliardi.

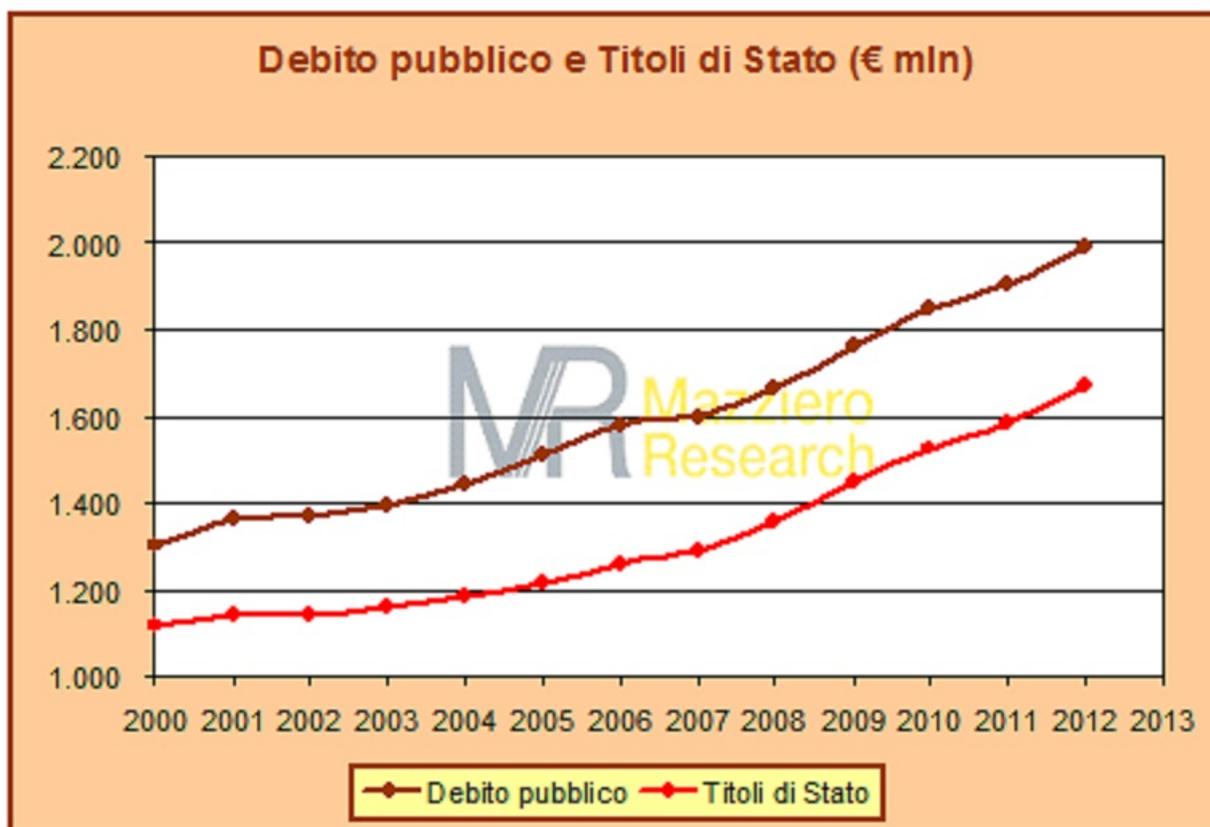


Figura 4: Debito Pubblico e Titoli di Stato dal 2000 a settembre 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

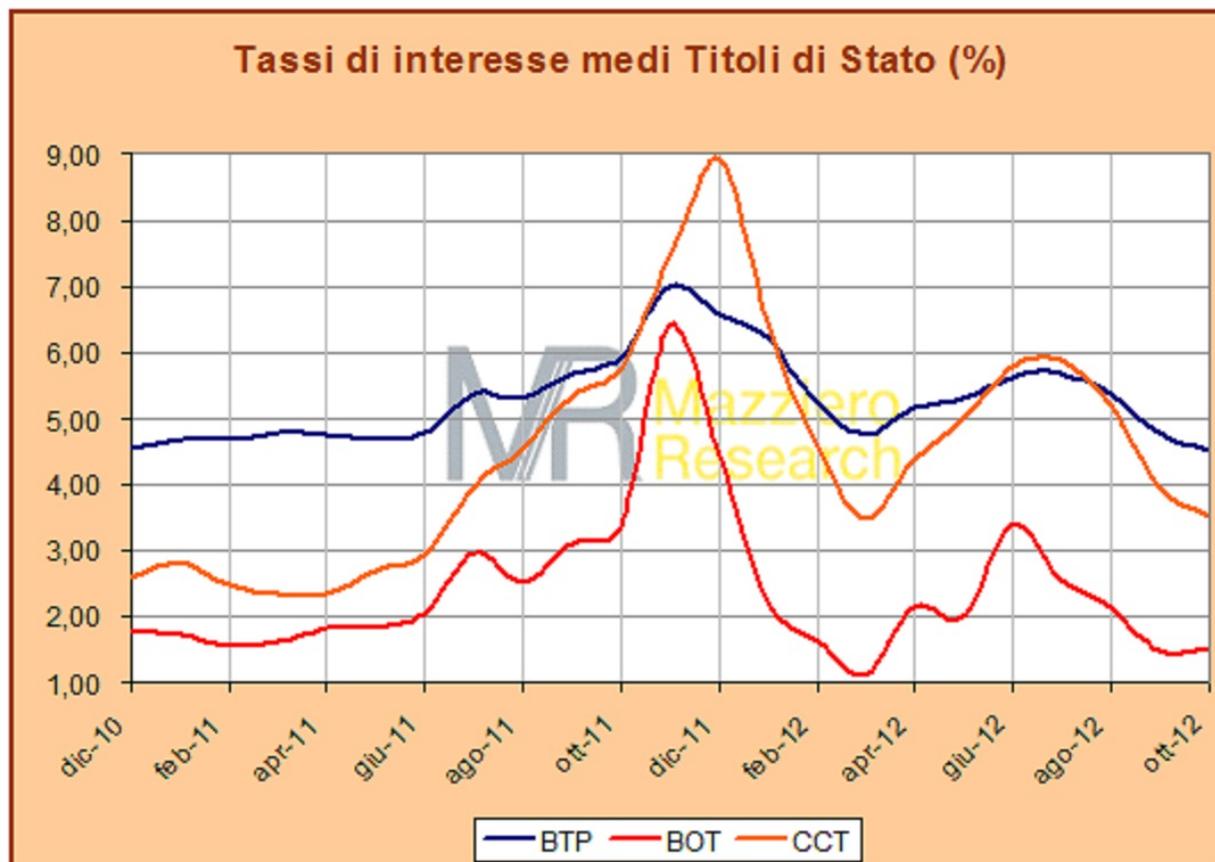


Figura 5: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da dic. 2010 a ottobre 2012  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

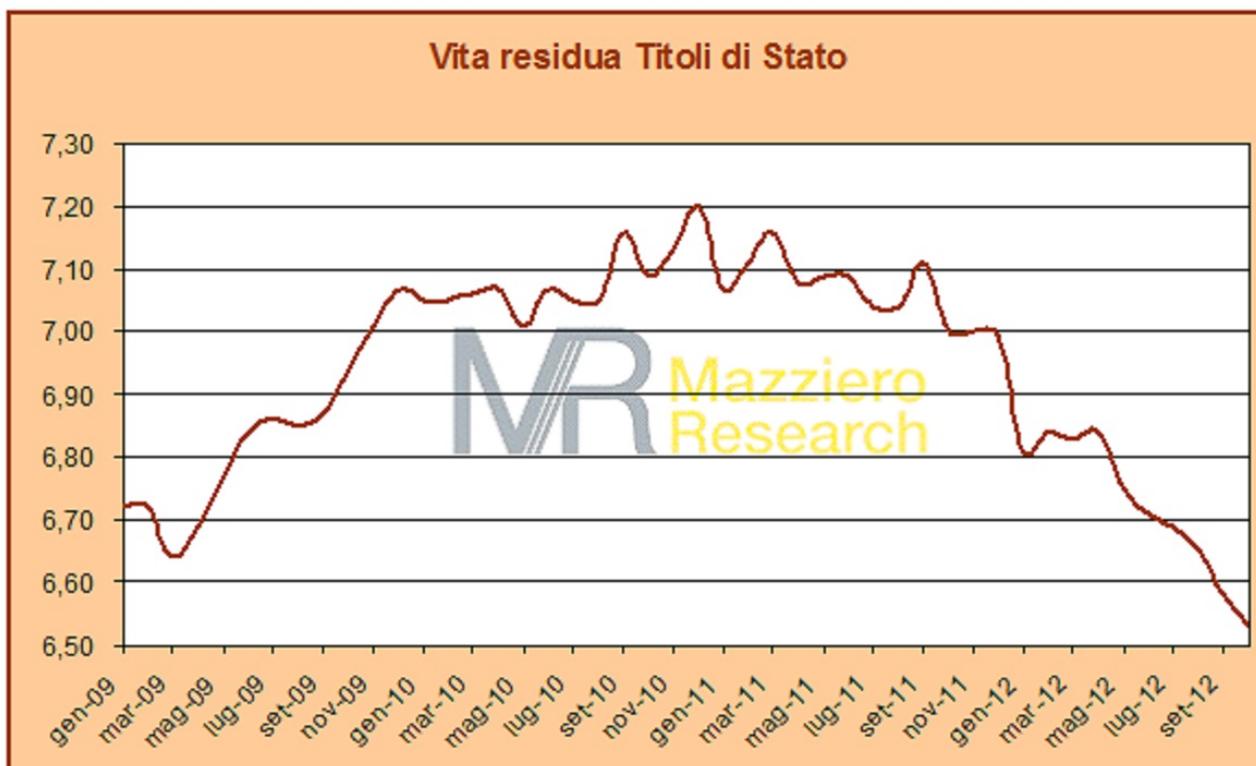


Figura 6: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2009 a ottobre 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

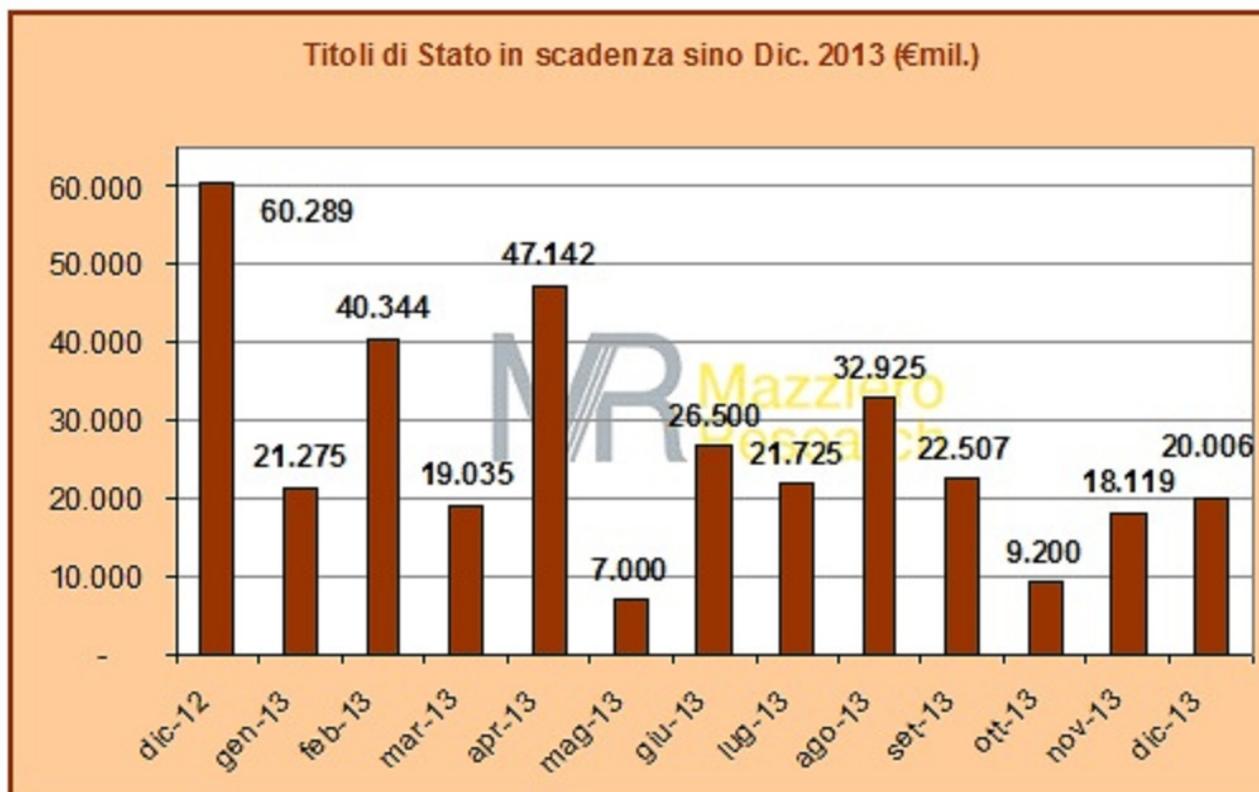
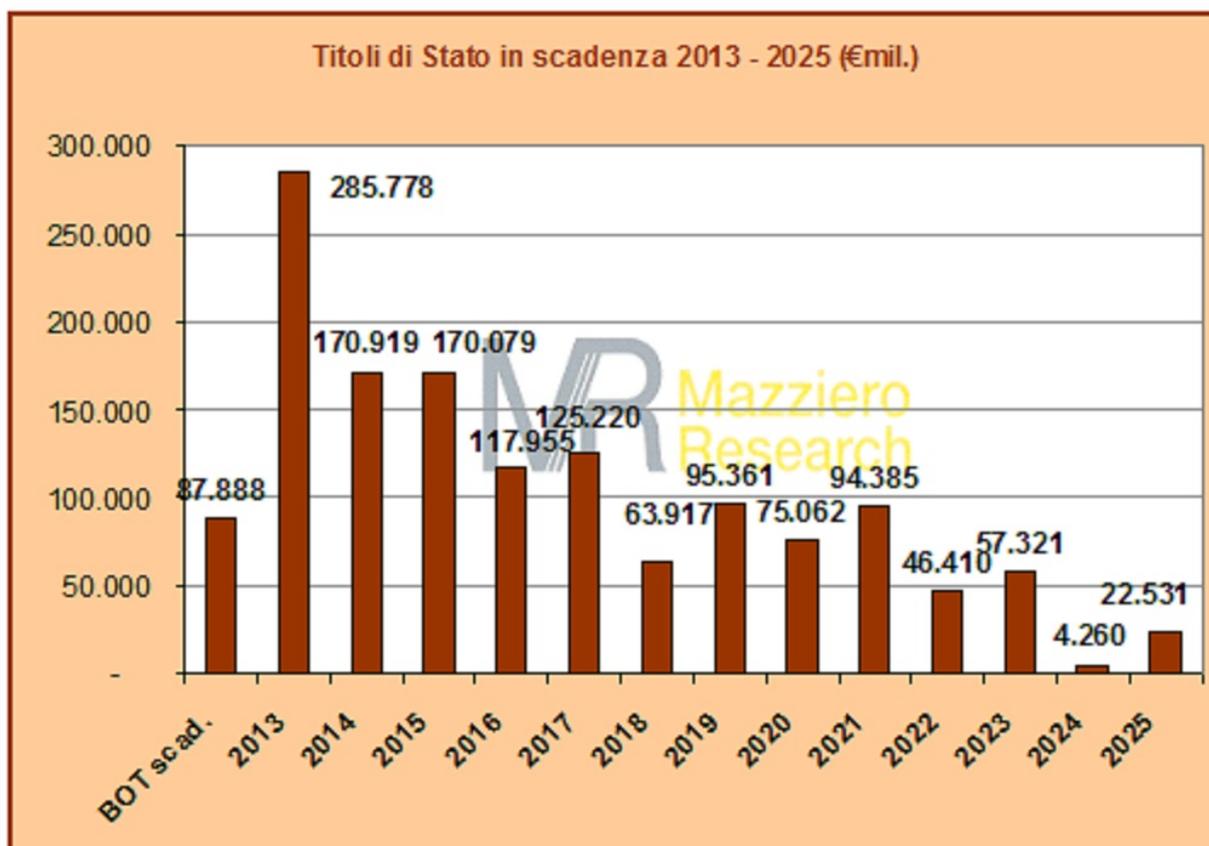


Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2013  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)



*Figura 8: Titoli di Stato in scadenza sino a al 2025  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

La **Figura 8** presenta invece l'ammontare di titoli di Stato in scadenza dal 2013 al 2025. Va rilevato che all'ammontare di 286 miliardi già previsto in scadenza nel 2013 si aggiungeranno anche i rinnovi dei BOT che scadono tra novembre e dicembre di quest'anno pari a 88 miliardi; si presume pertanto che l'ammontare di titoli di Stato in scadenza nel 2013 sarà poco meno di 374 miliardi.

La **Figura 9** e la **Figura 10** 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. Aumenta la quota dei BTP Italia giunti a un circolante di oltre 27 miliardi.

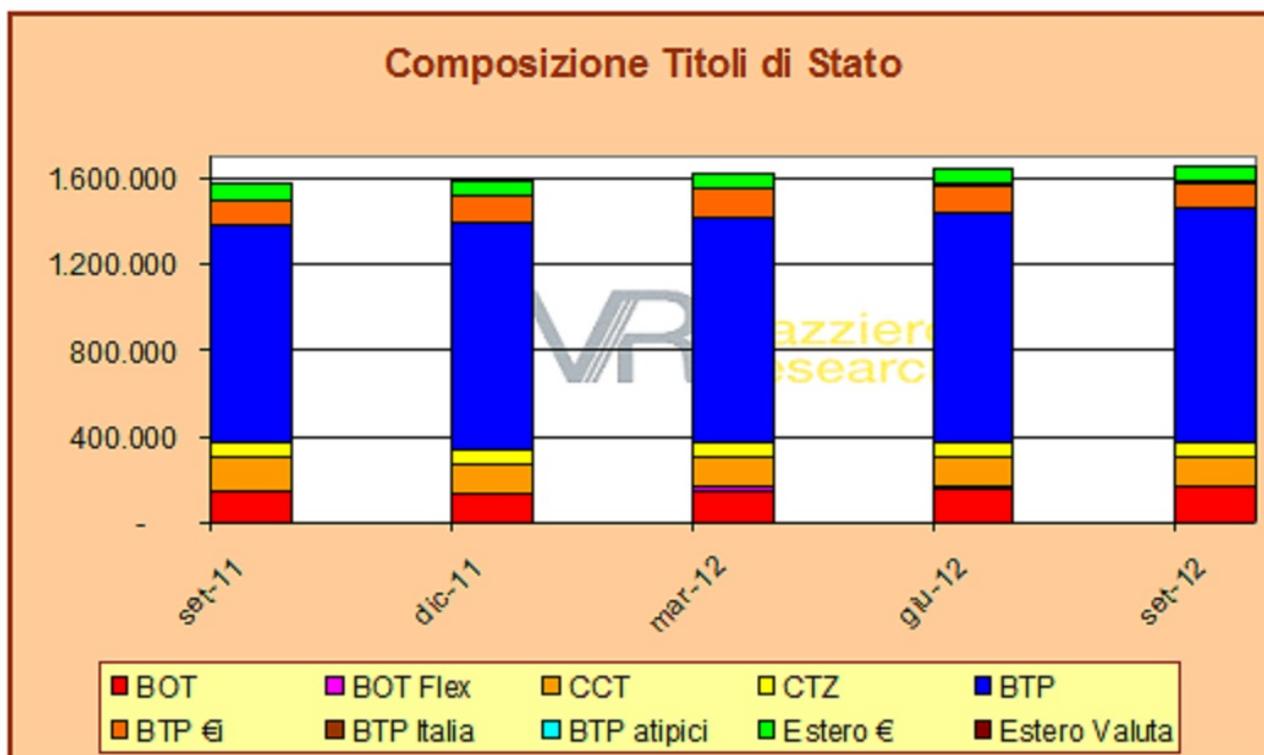


Figura 9: Tipologia dei Titoli di Stato da sett. 2011 a sett. 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

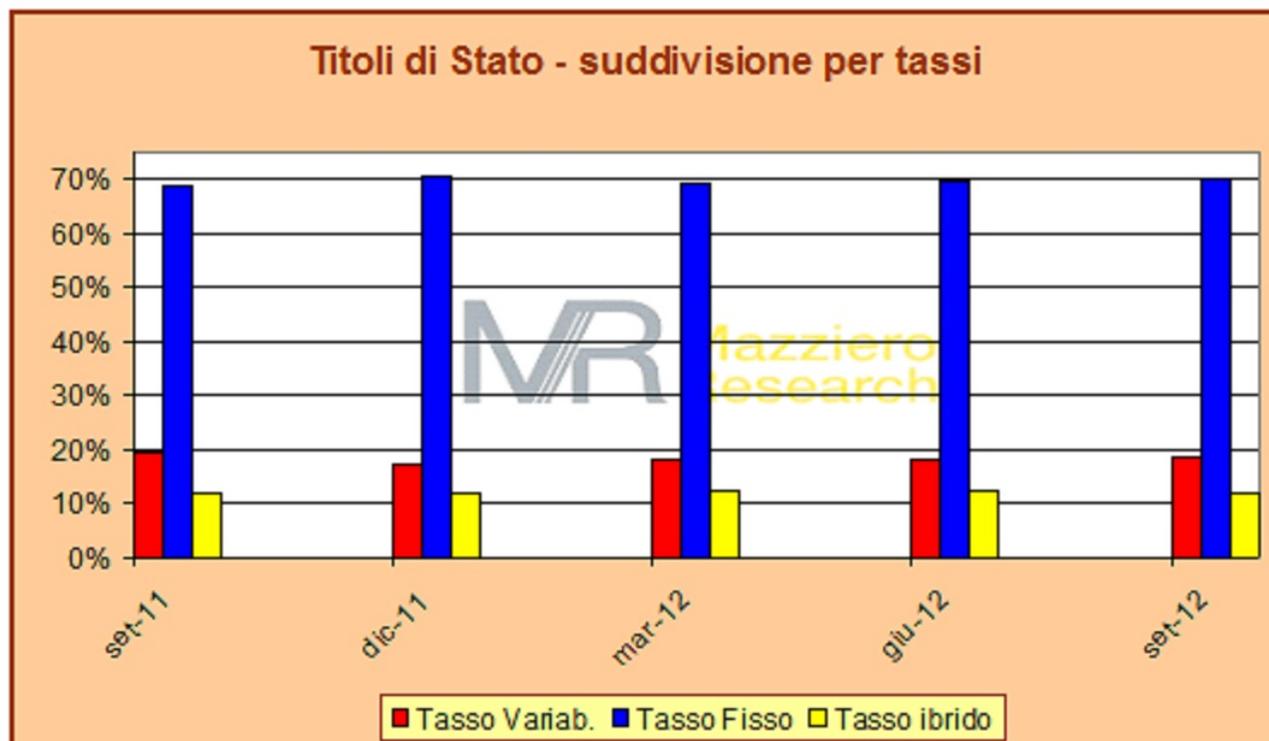


Figura 10: Suddivisione dei Titoli di Stato in tasso fisso e variabile sett. 2011 - sett. 2012  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

# Le riserve della Banca d'Italia

	€ milioni	€ milioni	%
<b>Riserve in valuta estera</b>	27.087		19%
<b>Riserve verso FMI</b>	5.068		4%
<b>Diritti speciali prelievo</b>	7.405		5%
<b>Oro</b>	104.292		72%
<b>Altre attività di riserva</b>	-		
		143.852	100%
<b>Altre attività in valuta estera</b>	2.767	2.767	

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

## I fatti

- Le riserve ufficiali a ottobre 2012 ammontavano a quasi 144 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a luglio 2012 è negativa per circa 2,4 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 72% 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 rappresentano poco più del 7%.

La variazione negativa di 2,4 miliardi rispetto a luglio 2012 è attribuibile alla diminuzione delle riserve in valuta estera, il valore dell'oro si è mantenuto pressoché costante.

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%	1.851.217	5,81%	119,52%
Anno 2011	1.580.220	31.404	0,40%	1.906.737	3,51%	120,66%
Anno 2012 (st.MR)	1.545.455	- 34.765	-2,20%	1.990.143	5,40%	128,77%
Anno 2012 (st.DEF)	1.564.378	- 15.842	-2,40%	1.976.622	5,08%	126,40%
Anno 2013 (st.DEF)	1.582.375	17.997	-0,20%	2.010.744	2,16%	127,10%
Anno 2014 (st.DEF)	1.629.056	46.681	1,10%	2.038.610	1,71%	125,10%
Anno 2015 (st.DEF)	1.680.441	51.385	1,30%	2.065.072	1,57%	122,90%
Anno 2012 (st.FMI)	1.543.875	- 36.345	-2,30%	1.950.147	2,81%	126,32%
Anno 2013 (st.FMI)	1.533.068	- 10.807	-0,70%	1.953.569	0,22%	127,43%
Anno 2014 (st.FMI)	1.540.733	7.665	0,50%	1.950.911	-0,17%	126,62%
Anno 2015 (st.FMI)	1.556.140	15.407	1,00%	1.946.888	-0,26%	125,11%
Anno 2016 (st.FMI)	1.574.814	18.674	1,20%	1.936.910	-0,63%	122,99%
Anno 2017 (st.FMI)	1.593.712	18.898	1,20%	1.918.380	-1,16%	120,37%

*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 terzo trimestre il Pil è sceso: dello 0,2% rispetto al trimestre precedente; del 2,4% rispetto al 3° trimestre del 2011.
- La variazione del Pil acquisita per il 2012 è pari al -2,0%.
- Le stime della Mazziere Research vedono per il 2012 un rapporto debito/Pil al 128,77%.

## Il commento

La situazione produttiva si è fortemente deteriorata nel terzo trimestre del 2012, aggravando ulteriormente la preoccupante tendenza già innescata nel secondo trimestre. Si tratta di un elemento che avevamo già individuato nello precedente Osservatorio in cui venivano rilevate stime incongruenti da parte del Documento di Economia e Finanza. Il Governo indicava un rallentamento dell'1,2% del Pil e rapporti deficit/Pil e debito/Pil rispettivamente pari al 3,89% e al 123,40%.

Parzialmente più realistico nelle stime di luglio il Fondo Monetario Internazionale che indicava un rallentamento dell'1,9% del Pil e rapporti deficit/Pil e debito/Pil rispettivamente pari al 3,42% e al 125,80%.

Le stime prudenziali Mazziere Research dipingevano un quadro ancora più fosco, pur mantenendo valido un rallentamento dell'1,9% del Pil, i rapporti deficit/Pil e debito/Pil non presentavano congruenza con le stime ufficiali e venivano indicati rispettivamente pari al 4,89% e al 127,27%.

I valori del nostro ufficio studi che potevano sembrare eccessivamente pessimisti, venivano successivamente agganciati nelle revisioni del Governo, che nella presentazione della legge di stabilità indicava un -2,40% del Pil, un deficit/Pil del 5,08% e un debito/Pil al 126,40%.

Anche il Fondo Monetario Internazionale si affrettava a correggere il tiro agli inizi di ottobre indicando un -2,30% del Pil, un deficit/Pil del 2,81% e un debito/Pil al 126,32%.

Nonostante queste revisioni da parte del Governo e del Fondo Monetario Internazionale, a nostro modesto avviso, le previsioni non sembrano ancora riflettere nella loro interezza i dati che già si stanno delineando; in particolare il Fondo Monetario Internazionale sembra stimare un debito pubblico a fine anno ormai eccessivamente ottimistico.

La **Mazziere Research** ha provveduto quindi a un ricalcolo delle **stime** alla luce dei dati dell'ultimo trimestre, applicando i seguenti criteri prudenziali:

- Il debito pubblico tende ad avere uno sviluppo più favorevole nella seconda metà dell'anno, ma è difficile che riesca a migliorare di molto il dato del terzo trimestre, seppur in presenza dei versamenti in acconto delle imposte per l'anno 2013; abbiamo pertanto considerato un debito a fine anno inferiore di 5 miliardi rispetto a quello di settembre (1.990 miliardi).
- Il Pil potrebbe peggiorare ulteriormente ma già si assiste a una diminuzione della velocità di caduta; ci poniamo pertanto a metà strada tra il rallentamento conseguito tra il terzo trimestre 2012 e il corrispondente del 2011 (-2,4%) e la crescita acquisita per quest'anno (-2,0%, dato Istat) stimando da parte nostra un rallentamento Pil a fine anno del 2,2%.
- In base a tali calcoli il rapporto deficit/Pil salirebbe al 5,40% mentre il debito/Pil segnerebbe un 128,77%.

Tutte le stime sono riportate nella **Tabella 8** e permettono a ciascun lettore di attuare un confronto al fine di giungere a una propria stima personale; va specificato che il dato del Pil indicato dal Governo è espresso in termini nominali e quindi non è depurato dall'inflazione mediante l'apposito deflatore.

Per concludere, i presenti dati pongono una seria ipotesi sull'effettiva stabilità dei conti pubblici e renderanno sempre più spesso necessari dei ritocchi attraverso manovre finanziarie, termine desueto sostituito dal Governo con termini più fantasiosi ma che implicano la medesima cosa.

Il panorama non potrà migliorare con l'applicazione dei soli aumenti Iva di 1 punto percentuale e della revisione delle detrazioni Irpef, si nutre qualche dubbio sulla diminuzione delle aliquote Irpef; ma renderà necessari ulteriori e più incisivi interventi. Si prospetta sempre più probabile una patrimoniale dato che anche la spending review non sembra al momento dare frutti tangibili.

Solo la completa alienazione del patrimonio immobiliare statale potrebbe fornire una boccata di ossigeno tra i 300 e i 400 miliardi, abbattendo il debito pubblico per portarlo vicino al 100% del Pil. Ma la riteniamo una soluzione assai improbabile, in considerazione della concomitanza con il semestre che precede le elezioni; lo stesso Governo avrà le armi piuttosto spuntate ed è quindi probabile che anche sul lato dei conti pubblici assisteremo ad un ulteriore peggioramento.

# L'inflazione

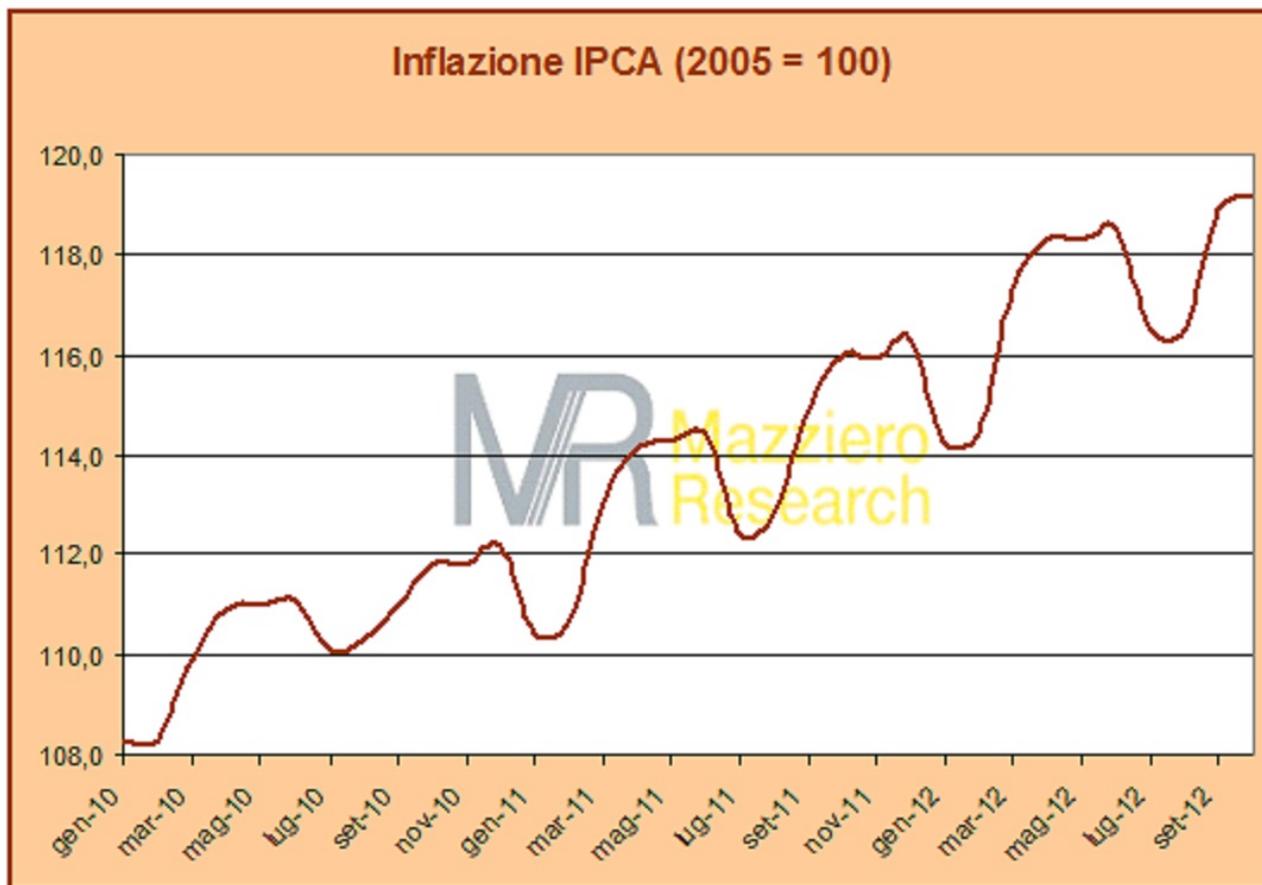


Figura 11: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2010 a ottobre 2012  
(Elaborazione su dati Istat)

## I fatti

- Sale dello 0,3% l'inflazione a ottobre.
- Il tasso annuo di inflazione è pari al 2,8%.
- 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 119,2, +2,7 punti rispetto alla lettura di 116,5 di luglio.

## Il commento

Osservando la **Figura 11** si può riscontrare come l'inflazione con la sua consueta ciclicità continui a erodere il potere di acquisto dei cittadini. Il fatto che l'indice a base 100 nel 2005 si trovi ora a 119,2 rappresenta l'incontrastabile evidenza che nel corso di meno di 8 anni il valore del nostro denaro è diminuito di quasi un quinto.

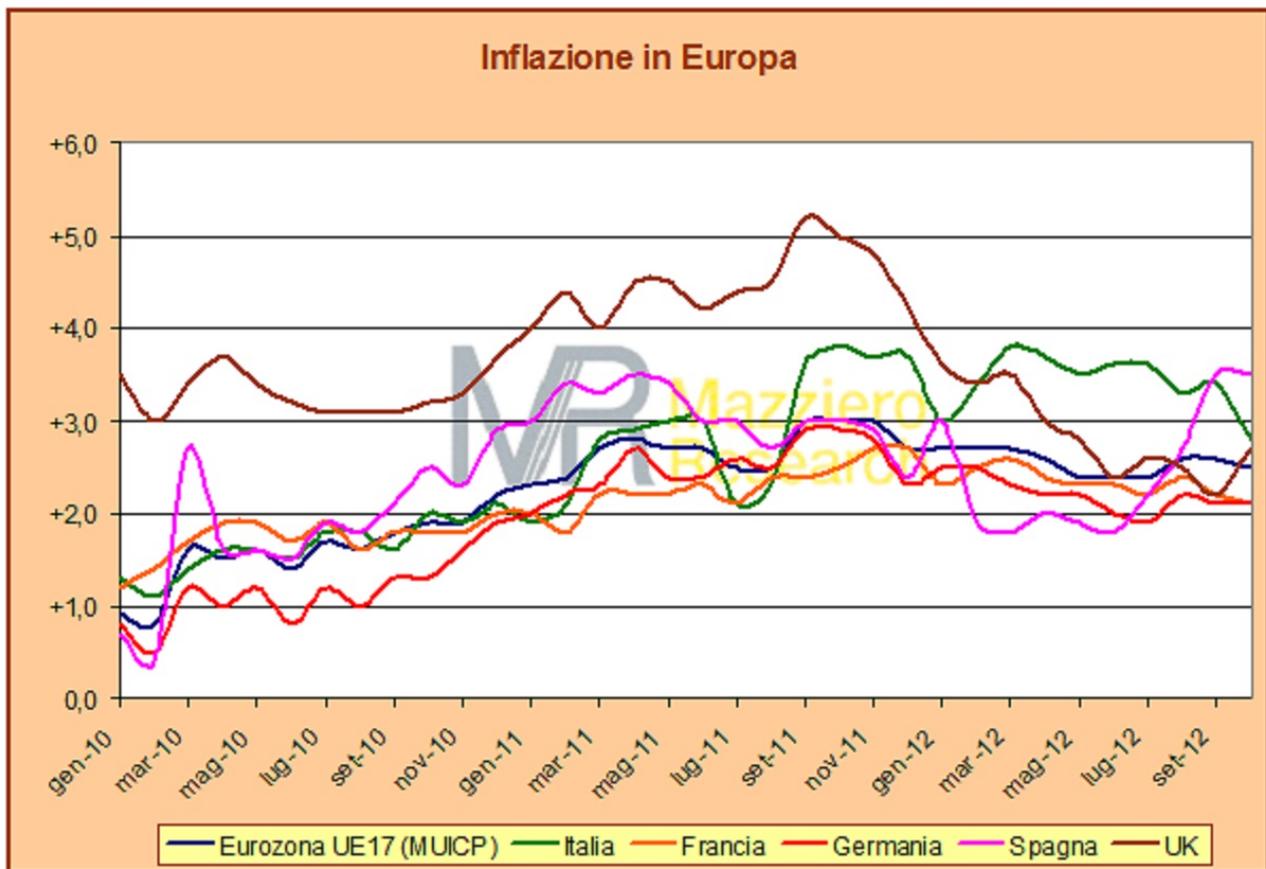


Figura 12: Inflazione in Europa dal 2010 a ottobre 2012  
(Elaborazione su dati Eurostat)

La popolazione continua a non prestare attenzione a questo aspetto, dando fiducia a quanti affermano che vi sia deflazione piuttosto che inflazione; il tutto a dispetto dei dati reali.

Ricordiamo ancora una volta che l'inflazione è un'espropriazione di ricchezza nei confronti della generalità delle persone, l'inflazione è una disgrazia che favorisce soltanto coloro che hanno preso denaro a prestito. Fra questi, il maggior favorito è senz'altro lo Stato che restituirà, se sarà in grado, il denaro a lui prestato con banconote estremamente svalutate.

Per terminare, la **Figura 12** mostra l'andamento del tasso di inflazione fra i vari paesi, gli aspetti da rilevare sono:

- Germania e Francia presentano un tasso di inflazione stabile poco superiore al 2% ed inferiore all'Eurozona.
- Il tasso di inflazione italiano sinora superiore alla media europea, sta rientrando nella media.
- La Spagna dal secondo semestre 2012 ha iniziato un periodo di aumento del tasso inflativo.
- Il Regno Unito sembra aver ultimato il periodo di contrazione dell'inflazione e inizia a presentare un tasso in aumento.

# La disoccupazione

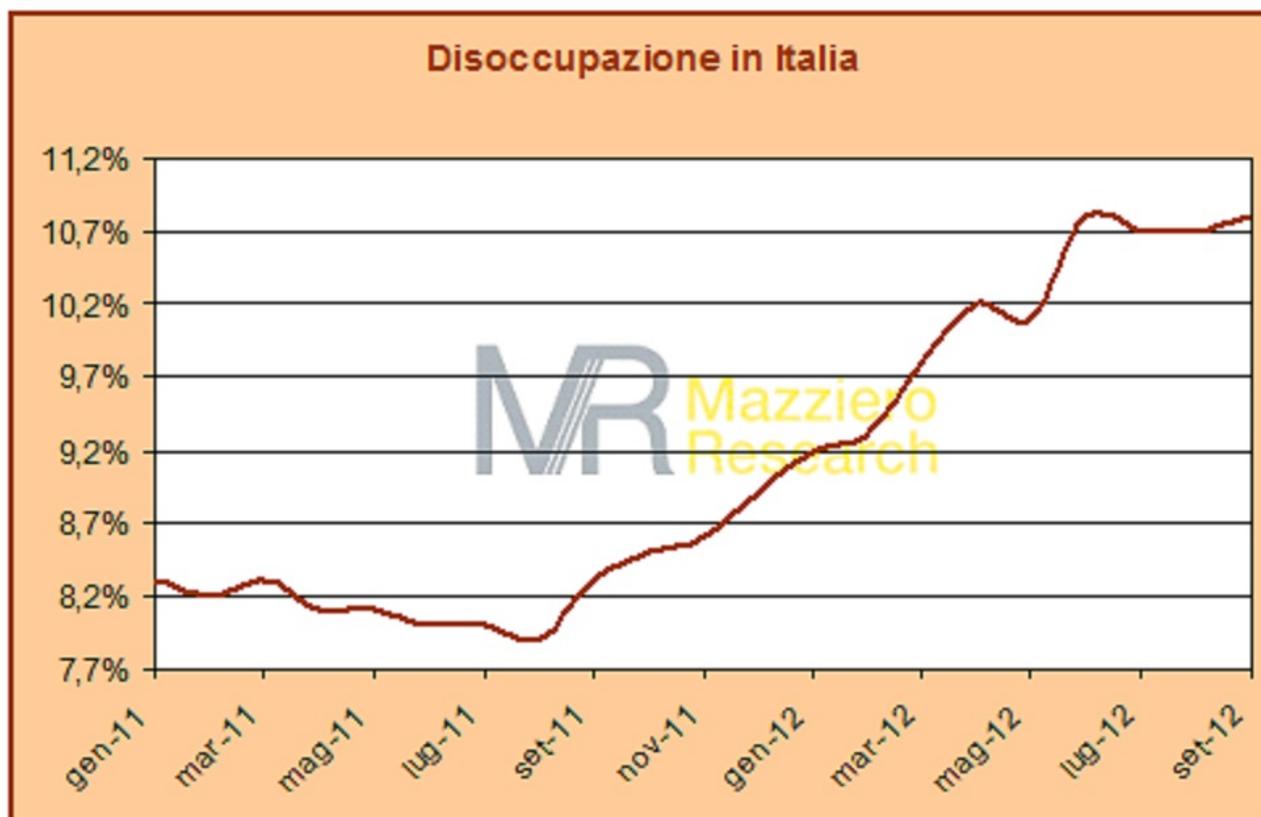


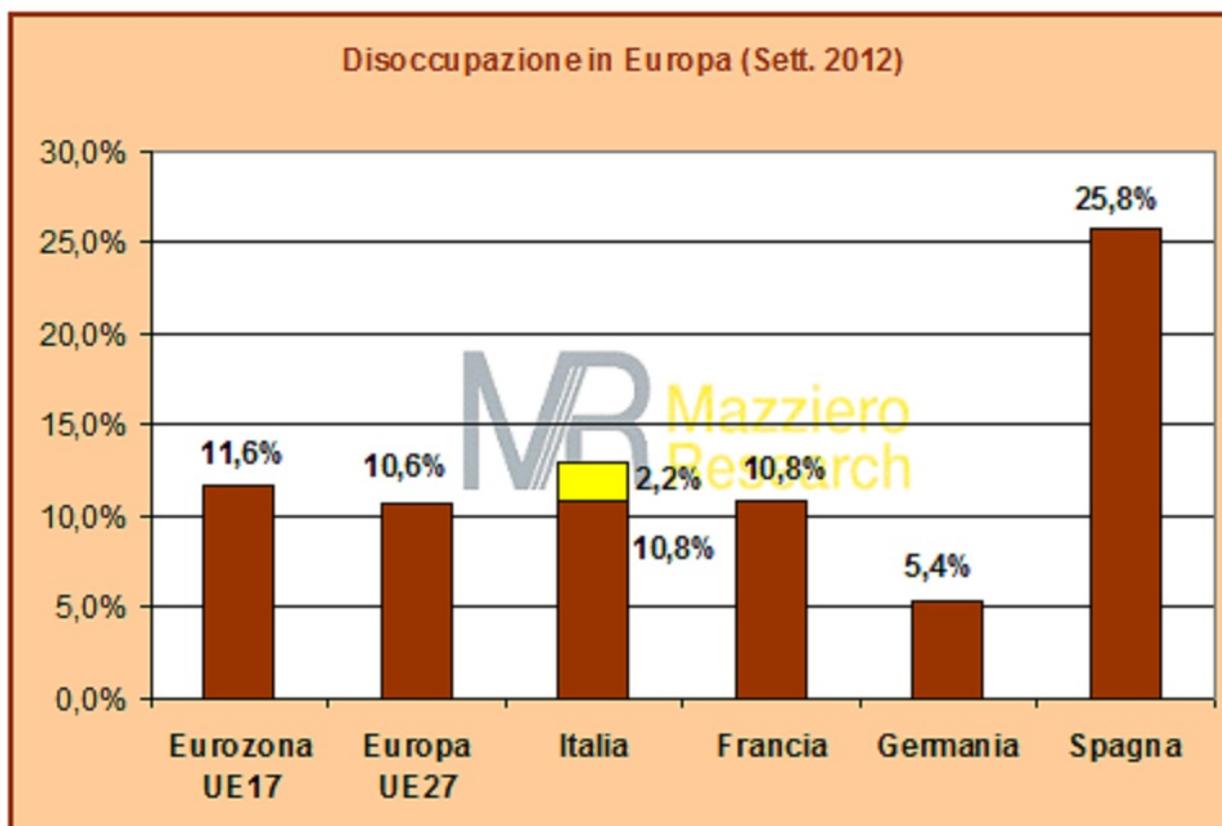
Figura 13: Disoccupazione in Italia da gennaio 2011 a settembre 2012  
(Elaborazione su dati Istat)

## I fatti

- Disoccupazione: 10,8% a settembre; +2% rispetto all'anno precedente.  
35,1% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni.
- Tasso di occupazione: 56,9% della popolazione in età attiva.
- Cassa integrazione: da gennaio a ottobre autorizzate 895,9 milioni di ore,  
a ottobre autorizzate 103 milioni di ore:  
+19,3% rispetto a settembre 2012;  
+20,6% rispetto a ottobre 2011.

## Il commento

Dopo un breve periodo di stabilizzazione stagionale, ritorna a crescere il tasso di disoccupazione in Italia, che ormai ha raggiunto il 10,8%, si veda la **Figura 13**. Anche la disoccupazione fra i giovani in età attiva resta su percentuali estremamente elevate (35,1%).



*Figura 14: Disoccupazione in Europa a settembre 2012  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Nella **Figura 14** possiamo vedere il confronto con le altre economie europee, evidenti i due estremi: la Spagna con un tasso di disoccupazione del 25,8% e la Germania con un invidiabile 5,4%.

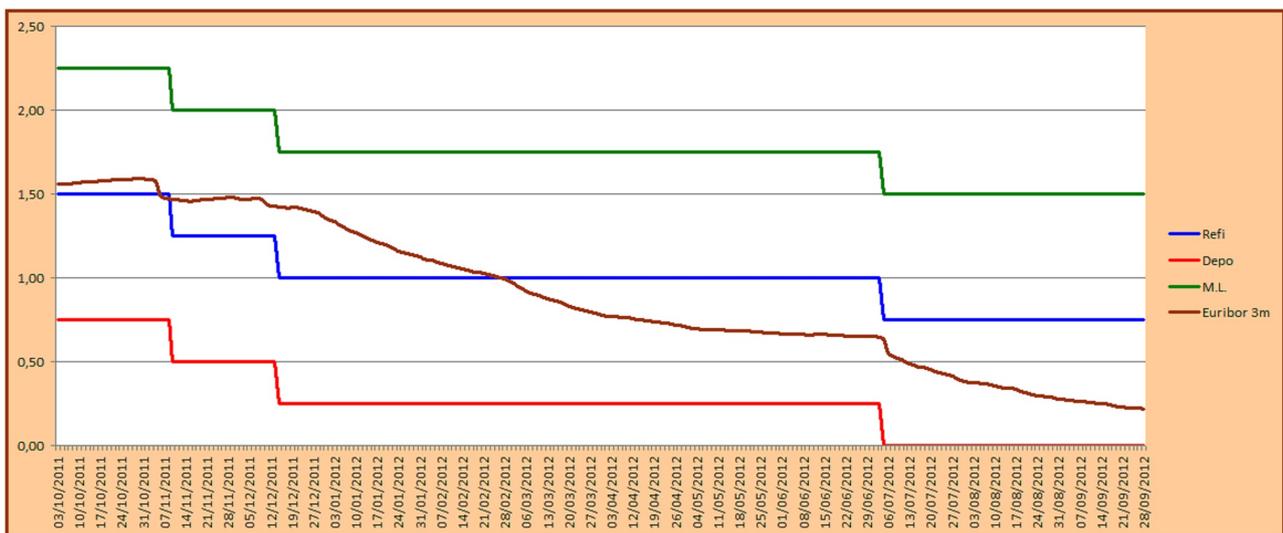
La media europea è piuttosto vicina alla nostra lettura, sebbene si possa notare come l'Eurozona risulti penalizzata rispetto all'Unione a 27. Apparentemente appaiati sul 10,8% Francia e Italia, ma non dobbiamo dimenticare che da noi vi è la presenza di un sistema di tutela intermedio rappresentato dalla Cassa Integrazione. Aggiungendo gli 896 milioni di ore autorizzate nei primi 10 mesi dell'anno otteniamo un ulteriore 2,2% di senza lavoro, che portano il nostro tasso di disoccupazione reale al 13%.

# Approfondimenti

## Il focus di IdeasHaveConsequences.org

### Politica monetaria e mercato interbancario 3° trimestre 2012

Il 5 luglio 2012, all'inizio del terzo trimestre, la Banca Centrale Europea ha abbassato il tasso di rifinanziamento dall'1% portandolo allo 0,75% mentre l'Euribor a 3 mesi ha proseguito la sua corsa al ribasso mantenendosi ben al di sotto dello 0,50%. Dall'andamento sembra che il mercato stia scontando possibili future riduzioni nell'ultima parte dell'anno.



*Andamento dei tassi BCE ed Euribor 3m*

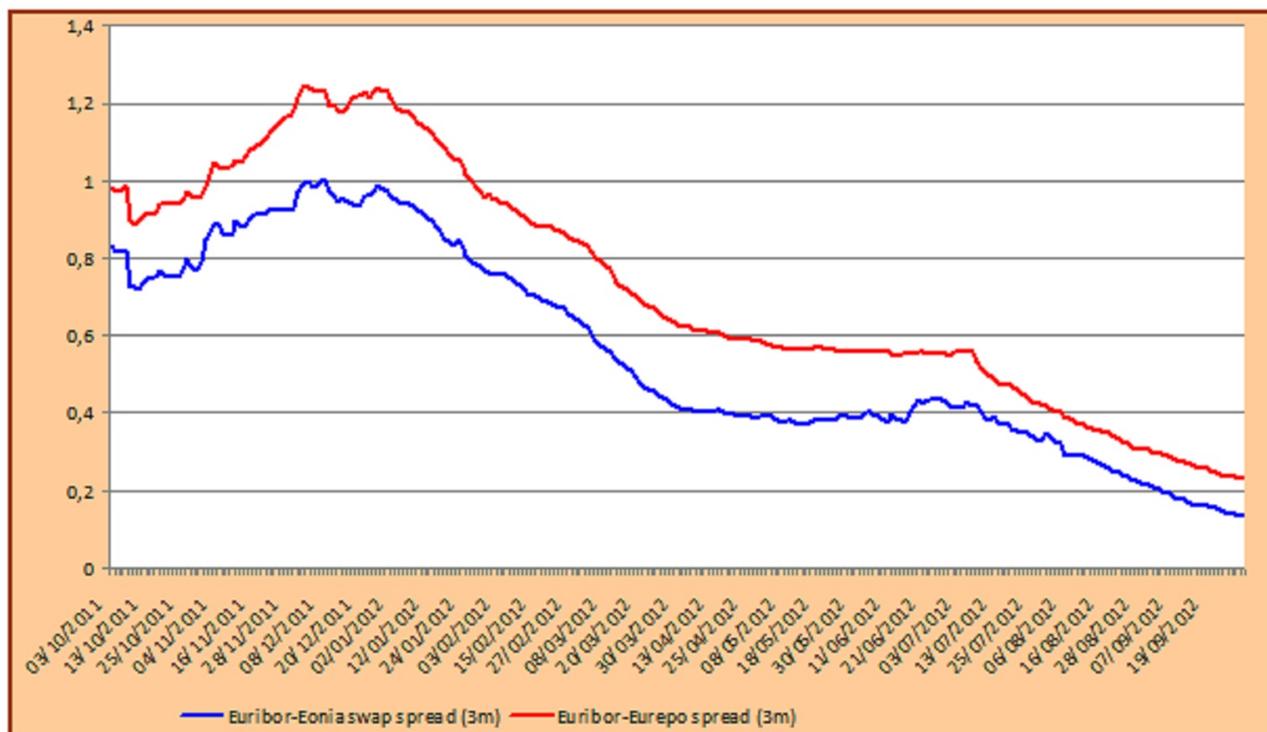
La politica monetaria – al netto di non irrilevanti differenza tecniche – è divenuta più accomodante e simile a quella della Federal Reserve. Di fronte all'accentuarsi della crisi del debito sovrano che ha ormai contagiato il già dissestato sistema finanziario iberico e nel rispetto formale dei vincoli imposti dal trattato dell'Unione Monetaria la BCE ha annunciato la propria disponibilità ad implementare un piano per l'acquisto (anche illimitato) di titoli di stato sul mercato secondario. I punti chiave del piano OMT (Outright Monetary Transactions) sono tre:

- nessun limite prefissato alla Banca Centrale Europea ex ante;
- vita residua dei titoli oggetto di acquisto compresa tra i 12 e i 36 mesi;
- le transazioni devono avvenire solo sul mercato secondario (nessuna sottoscrizione diretta) e con il vincolo di sterilizzare la nuova liquidità immessa.

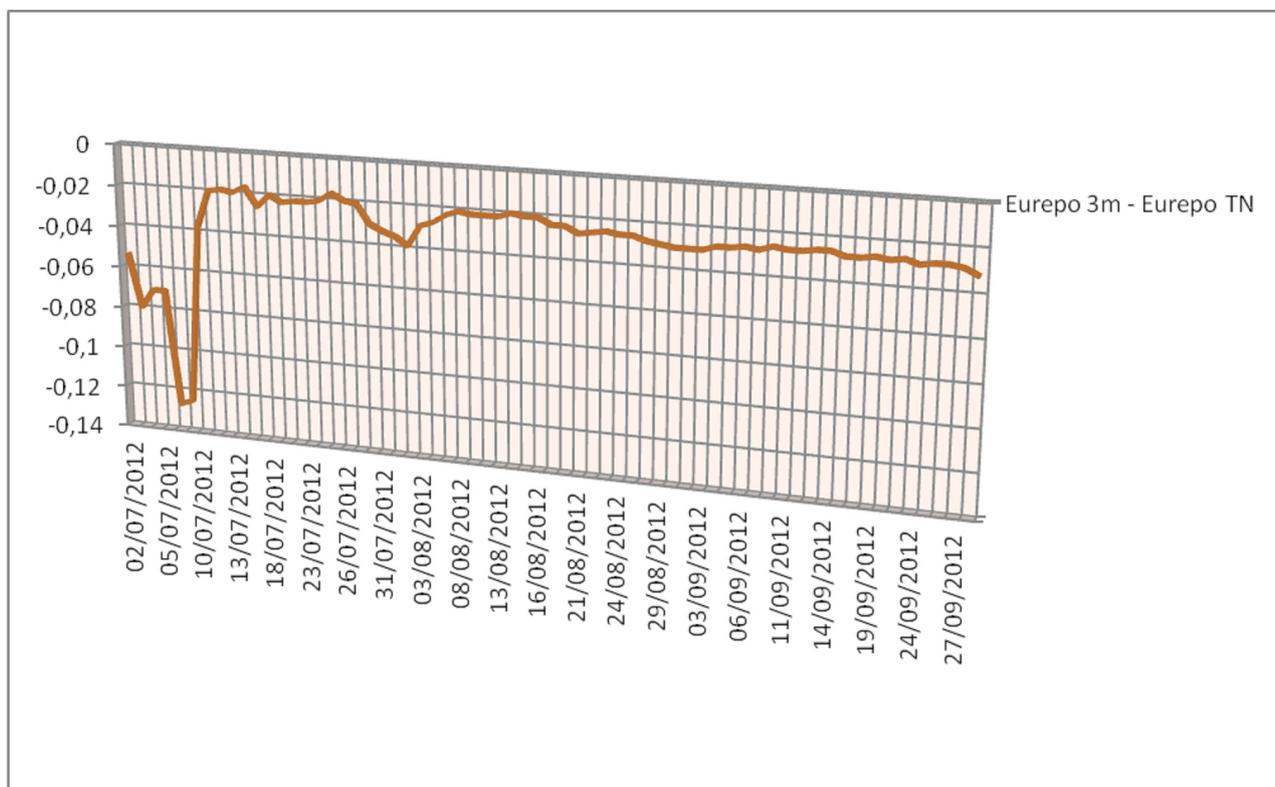
L'OMT si attiva a seguito di richiesta da parte del paese membro che ne faccia richiesta previa la sottoscrizione di un programma di condizionalità vincolante la politica fiscale del richiedente. Tramite lo OMT la BCE si pone de facto come investitore di ultima istanza esercitando una pressione al ribasso sui tassi di interesse e assicurando al tempo stessi gli investitori internazionali sulla volontà politica di preservare l'euro.

L'effetto sullo spread BTP-Bund e Bonos-Bund successivo all'annuncio è stato positivo, con una consistente riduzione sulla parte breve della curva. Rimangono tuttavia alcune perplessità dovute appunto alle modalità di accesso all'OMT e all'ESM (il c.d. fondo salvastati) nonché alla situazione di latente insolvenza del sistema bancario spagnolo a causa soprattutto dei crediti inesigibili verso il settore immobiliare. L'accesso, condizionato ad ulteriori misure di stretta fiscale dall'impatto recessivo e pro ciclico andrebbe ad impattare negativamente l'andamento del prodotto interno lordo con rischi di ulteriore deterioramento delle esposizioni bancarie verso il settore privato.

I differenziali espressi sul mercato interbancario tra Euribor-Eoniaswap a 3 mesi e Euribor-Eurepo a 3 mesi si sono riportati a livelli relativamente bassi come si può vedere dal grafico seguente.



Tuttavia in tempi di politica monetaria non convenzionale questi indicatori di rischio perdono di significatività. In particolare, date le specificità nazionali della crisi dei debiti sovrani e la correlazione tra debiti pubblici e sistemi bancari domestici, l'interpretazione di indicatori aggregati per l'eurozona necessitano di particolare cautela. Un esempio interessante è la (anomala) inversione della curva nel mercato dei pronti contro termine, dove per le scadenze superiori ai sessanta giorni si registrano tassi negativi.



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

Il grafico indica il differenziale tra il tasso praticato nei pronti termine a tre mesi e quelli a un giorno (Tomorrow Next). Dal 17 luglio 2012 inoltre i tassi a tre mesi sui repo sono costantemente in territorio negativo.

L'inversione della curva è un classico indicatore di recessione ed un pericoloso segnale di possibile dissesto finanziario ma di norma ha per oggetto le scadenze di breve o medio termine (3 – 5 anni) e quelle di lungo termine (10 anni e oltre). Un dato di questo genere su scadenze entro l'anno con picchi intorno ai 20 giorni rappresenta un fatto inusuale che merita una spiegazione e fornisce informazioni sul (pessimo) stato del mercato interbancario.

- Incentivi: la BCE ha ampliato la tipologia degli strumenti accettabili a collaterale. Molta di questa carta verrebbe accettata a garanzia soltanto a tassi elevati o non verrebbe accettata affatto, per contro le istituzioni finanziarie hanno un forte incentivo a scontare la “carta cattiva” presso la banca centrale e tenere quella buona nei propri portafogli visti anche i vantaggi regolamentari derivanti da Basilea III.

- **Rischio controparte:** il mercato ha volumi bassissimi che si chiudono solo se garantiti da collateralizzati di prima qualità (sostanzialmente titoli di stato tedeschi e olandesi) mentre il rischio controparte percepito rimane estremamente elevato. L'accesso al credito garantito dai collateralizzati li rende scarsi determinando quello che viene definito essere un collateral crunch.
- **Arbitraggi:** gli scarti applicati dalla BCE alle varie tipologie di securities accettate in garanzia possono determinare delle opportunità di arbitraggio per gli istituti di credito. In pratica diventa possibile fare un restyling del banking book girando la carta cattiva alla BCE e riprendere a prestito quella buona a un rapporto di concambio migliore di quello che si avrebbe se le operazioni dovessero concludersi direttamente sul mercato.

In sintesi la curva invertita o negativa, che vale solamente per i governativi dell'area core e certamente non per i periferici, oltre a confermarci lo stato di stress dell'interbancario, rende esplicito un limite della BCE: l'impossibilità di essere il monopolista assoluto della politica monetaria in presenza di curve multiple differenti per singolo paese. Da qui deriva il rationale per il passaggio verso una unione fiscale e gli eurobond ma anche la logica resistenza tedesca la quale somma al tradizionale e motivato scetticismo germanico il beneficio di ritrovarsi al momento ad essere l'emittente di "collateralizzati di riserva" in grado di fare aggio alla liquidità.

*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 offre la mano... e tira via qualche spicciolo

I segnali dell'economia reale nel terzo trimestre sono decisamente sconsolanti: la recessione della “periferia” sembra ormai lambire il “cuore tedesco” dell'Unione Monetaria, e, nelle più tristi previsioni, estendersi per buona parte (se non tutto) il 2014. Osservato speciale del momento è la Spagna, in bilico sia per le finanze pubbliche che per lo stato catatonico delle proprie banche. È interessante che quanto più, dai discorsi dei politici, la Spagna cerchi di resistere da sola alla bufera economica, tanto più venga “invitata” dal Governatore Draghi a chiedere il soccorso dell'ESM da cui seguirebbero aiuti anche dalla BCE. Tutto questo desiderio della BCE di “aiutare” la Spagna è accompagnato, in questi ultimi mesi, da un opposto orientamento monetario.

<b>Bilancio BCE – Settembre 2012</b>					
(dati in miliardi di euro)					
<b>Attivo</b>			<b>Passivo</b>		
Finanziamenti	1.178	38,2%	Base monetaria	1.734	56,3%
Titoli	628	20,4%	Depositi	211	6,8%
Estero	313	10,1%	Estero	182	5,9%
Oro	479	15,5%	FMI	56	1,8%
Altro	485	15,7%	Altro	360	11,7%
			Mezzi propri	538	17,5%
	3.082	100,0%		3.082	100,0%

*Bilancio BCE a settembre 2012*

Nel terzo trimestre del 2012, infatti, la BCE ha leggermente ritracciato. Mentre il rientro dalla politica di operazioni di mercato aperto è minimo (voce “Titoli” -0,8%), i finanziamenti al sistema bancario si sono invece ridotti di circa il 6,6% (€ -83 miliardi) cui corrisponde solo parzialmente la riduzione della base monetaria (€ -49 miliardi, -2,8%). Intanto i crediti verso l'estero sono calati di € 17 miliardi e l'indebitamento verso l'estero è cresciuto di € 20 miliardi (voce “Estero”).

Il ricorso delle banche alla *deposit facility* è calato di oltre € 450 miliardi (quasi un -60%), ed al contempo il ricorso ai conti correnti presso la BCE (che coprono anche la riserva bancaria obbligatoria) è cresciuto di € 410 miliardi (più che quadruplicato). È l'effetto dell'ultimo taglio del REFI a 0,75%, che ha portato a zero il rendimento della *deposit facility*. Come detto nel precedente quaderno, oggi la *deposit facility* mantiene l'attrattiva del trattamento “di favore” nei bilanci delle banche, ma questo vantaggio è proprio anche dei conti correnti in cui il deposito di maggior liquidità ha il vantaggio aggiuntivo di evitare continui aggiustamenti a seguito del ricalcolo della riserva obbligatoria. Ben poco dovrebbe essere defluito verso l'economia reale, dato che i circa € 40 miliardi di differenza all'incirca coincidono con il peggioramento della posizione con l'estero.

Va però notato che è proseguito il “tiraggio” della Emergency Liquidity Assistance concessa direttamente dalle singole Banche Centrali Nazionali (BCN) alle banche commerciali, di cui ho già parlato nel precedente quaderno. Tali operazioni sono incluse tra gli “*altri crediti in euro verso istituzioni creditizie*” (all'interno della voce “Altro” dello schema), il cui valore è cresciuto di ulteriori € 26 miliardi (raggiungendo gli oltre € 212 miliardi), il che significa più di € 150 miliardi di ulteriori, più rischiosi, finanziamenti del Sistema Europeo delle Banche Centrali sicuramente nei sistemi bancari più stressati.

Pertanto, nel corso del terzo trimestre del 2012 i finanziamenti al sistema bancario europeo si sarebbero ridotti di € 57 (€ -83 miliardi da parte della BCE, € +26 da parte delle singole BCN). Curiosamente le riserve di oro sono state rivalutate, in sede trimestrale, di circa € 45 miliardi, contribuendo a mantenere il bilancio complessivo vicino al massimo del trimestre scorso (solo un -0,6%). È quasi come se anche l'istituzione monetaria cercasse di rafforzare il bilancio, o almeno di bilanciare la rischiosità di alcune posizioni (supposizione tutta da verificare).

Come ben si saprà, l'Unione si è dotata di un sistema di “bazooka finanziari”. Se un Paese non riesce a rispettare i patti di rientro del debito pubblico può chiedere l'aiuto dell'ESM, che nei fatti agirà da “commissario” imponendo tempi ed interventi opportuni, la cui attuazione verrà verificata dalla famosa Trojka (ESM, BCE, e FMI); durante la risistemazione dei conti l'ESM potrà sostenere il debito pubblico del Paese con acquisti dei relativi titoli direttamente all'emissione, mentre la BCE potrà intervenire similmente e “illimitatamente” sul mercato secondario. Simili aiuti sono possibili anche per Paesi già in linea con i target di rientro del debito ma comunque sfiduciati o attaccati sui mercati.

È chiaro quindi che la richiesta di soccorso all'ESM implicherebbe per il Paese richiedente una perdita di sovranità fiscale, per l'ESM l'impiego di parte della propria limitata dotazione patrimoniale, e per la BCE l'acquisto dei titoli di Stato peggiori e successiva gestione degli effetti monetari dell'intervento. Guardando al caso spagnolo, pur considerando una comprensibile cura della stabilità del sistema Europa, è comunque curioso che chi dovrà “pagare” stimoli la controparte a “chiedere”, invece di sostenere la volontà del singolo Governo a voler uscire con le proprie forze. O tra Bruxelles e Francoforte si teme che la classe politica spagnola pur di proteggere certe autonomie sia disposta a far accartocciare il Paese, con tutte le possibili ripercussioni a livello europeo, oppure c'è l'intenzione a forzare la mano sull'attivazione dei “bazooka” in quanto testa di ponte per una politica fiscale sovranazionale. La BCE da una parte offre e dall'altra toglie; visti gli aspetti coinvolti nello scambio, questa azione non può essere un caso. La pur leggera inversione della *stance* monetaria di cui sopra mi fa pensare che a livello centrale si intenda decisamente cambiare la politica di intervento, passando una generalista politica monetaria espansiva ad una più mirata combinazione di veicoli monetari e, soprattutto, fiscali – preludio per ben altre riasseti della UE.

In ogni caso, la creazione dei “bazooka” ne implica la volontà di utilizzo. È stato divertente in questi mesi leggere tante autorevoli opinioni sull'opportunità di tali strumenti che, per la loro sola presenza, avrebbero inibito la speculazione al ribasso sui titoli di Stato, e successivamente leggere le ammonizioni a non richiedere tali aiuti in quanto avrebbero stimolato la speculazione stessa. Da parte mia voglio ricordare che, se nel futuro ci aspetta una maggior presenza di strumenti di intervento centrale congiunto fiscale e monetario a sostegno del debito pubblico, questo andrà probabilmente a danno del debito privato cioè sia del credito retail che di quello alle imprese.

La questione, sinteticamente, riguarda il fatto che le banche sono *moralmente* spinte a detenere una certa quota di debito pubblico del Paese in cui operano. In caso di richiesta di aiuto all'ESM, la BCE potrà attivare le proprie OMT, cioè acquisti di titoli del Paese accompagnati da altre operazioni (sterilizzazioni) per ritirare la moneta appena immessa, operazioni che si sostanzieranno o in vendita di altri titoli o in riduzione dei finanziamenti concessi alle banche, che comunque non per questo potranno esimersi dal continuare a detenere titoli di Stato. Questo significa che il mercato finanziario dovrebbe sottostare ad un trasferimento di liquidità a favore del debito pubblico ed a scapito di quel che resta, cioè del credito alle famiglie o alle imprese. Se dobbiamo chiederci a quale parte del portafoglio privato una banca è disposta a rinunciare per prima, non possiamo non concludere che sia la parte più rischiosa e meno remunerativa, e parimenti non possiamo non pensare che – agli attuali tassi – proprio le recedenti economie “periferiche” (come Italia e Spagna) tendano a presentare l'ambito creditizio meno appetibile e quindi più sacrificabile.

D'altra parte le risorse reali sono date (se non in riduzione, durante una recessione), ed il mercato finanziario non crea risorse reali bensì fa “girare” risorse finanziarie che permettono l'accesso a quelle reali. Un reindirizzamento delle risorse finanziarie implica un vantaggio per alcuni ed uno svantaggio per altri. Quel che possiamo attenderci è che, in assenza di svolte tecnologiche o del naturale esaurimento della fase ciclica, il rifinanziamento del non ridotto debito pubblico risulterà nell'ennesima pietra al collo all'economia reale, soprattutto per i Paesi “periferici”.

*Leonardo Baggiani*

## Bibliografia

Baggiani Leonardo “Fondo salva-stati, una «fregatura» per l’economia reale”, ilSussidiario.net (<http://www.ilsussidiario.net/News/Economia-e-Finanza/2012/10/7/FINANZA-Fondo-salva-stati-una-fregatura-per-l-economia-reale/326100/>)

Banca Centrale Europea (2012) “Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 13 luglio 2012”, comunicato stampa 17/07/2012.

Banca Centrale Europea (2012) “Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 28 settembre 2012”, comunicato stampa 03/10/2012.

Il Sole 24 Ore (2012) “Banche senza fiducia, oltre 800 miliardi «bloccati» alla Bce” 04/09/2012.

Mazziero Research (2012), “Italia: economia a metà 2012”, 10/09/2012.

## 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).

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

**Deposit Facility:** conto 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.

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

**Bazooka Finanziari:** per contrastare la sfiducia sui titoli di Stato di alcuni Paesi, è stato varato l'European Stability Mechanism (ESM) che eredita l'attività dell'EFSSF; tale ente coordinerà, su richiesta del singolo Paese, una attività di indirizzo e sorveglianza sulle politiche di rientro del debito pubblico fornendo al contempo, e nei limiti degli € 500 miliardi di capitalizzazione più eventuale “leva”, supporto diretto al debito con acquisti di titoli di Stato direttamente all'emissione. La BCE ha stabilito di avviare, in caso di attivazione di tale aiuto dell'ESM, le Outright Monetary Operations (OMT), costituite da acquisti di titoli di Stato sul mercato secondario senza limiti di importo prefissati; la moneta immessa con tali operazioni verrà immediatamente ritirata a mezzo di altre operazioni di senso opposto.

## **Il commento di Andrew Lawford**

### **Elezioni 2013 e l'economia italiana: dalla padella alla brace**

Ormai, la cura del governo tecnico Monti si avvia verso la fase di conclusione. Con le elezioni previste entro aprile dell'anno prossimo, o Monti si trasforma in un vero politico, con un partito e un programma da vendere, oppure l'Italia dovrà fare i conti solo con le alternative proposte dai vari partiti. È difficile pensare che qualcosa di nuovo uscirà fuori dai partiti di "vecchio stampo", quindi si è voluto in questo articolo esaminare le possibili ripercussioni che deriverebbero da un eventuale successo del Movimento 5 Stelle a livello nazionale. Sarà che finalmente si accenderà un lume di ragione economica a Roma? Le criticità che vengono esposte trimestre dopo trimestre in questo osservatorio verranno affrontate in modo sistematico, ridando una vita economica sana all'Italia?

Per scoprirlo, vediamo alcuni dei contenuti del Programma Movimento 5 Stelle (si veda il link al programma in fondo a questo articolo).

A pagina 9, nella sezione "Economia", si legge il seguente:

"Riduzione del debito pubblico con forti interventi sui costi dello Stato con il taglio degli sprechi e con l'introduzione di nuove tecnologie per consentire al cittadino l'accesso alle informazioni e ai servizi senza bisogno di intermediari"

La prima parte della frase è sicuramente un passo nella direzione giusta: parliamo di riduzione del debito pubblico attraverso interventi sui costi dello Stato. Non è facile intuire che cosa c'entrino le nuove tecnologie in questo processo, ma si potrebbe nutrire il dubbio che il M5S pensi di ridurre il debito pubblico solo attraverso il taglio degli sprechi. Non è che non ci sono degli sprechi da tagliare, ma non basta tagliare solo quelli.

#### **Torniamo al discorso delle pensioni**

Come già esposto in precedenza (si veda l'articolo "Austerità e protezione sociale: i nodi vengono al pettine" pubblicato nell'osservatorio relativo al 1° trimestre 2012 - riferimenti in bibliografia), per risolvere il problema del debito pubblico, prima bisogna sciogliere il nodo della "protezione sociale" in generale e delle pensioni in particolare. Ci si stupisce di non trovare traccia del loro atteggiamento verso le pensioni nel programma! Facendo una ricerca sul sito M5S, si trova un articoletto che riassume la posizione:

"Sulle pensioni bisogna essere chiari. Deve esserci un minimo per gli indigenti (1.000 euro?) e un tetto massimo per tutti gli altri e nessun innalzamento dell'età pensionabile. La riforma delle pensioni si deve fare per tutti o per nessuno. Per chi è già in pensione e per chi ha il diritto di andarci. Non possono esistere in questo momento diritti acquisiti." Qualche spia rossa si accende. Poi continua così:

“In pensione si può andare a 60 anni, l'innalzamento dell'età pensionabile è dovuto all'enorme spreco di soldi pubblici per le pensioni ATTUALI, non per quelle future. Mettiamo un tetto massimo pensionistico a ogni italiano, ad esempio 2.500 euro, vietiamo il cumulo di pensioni, aboliamo con effetto retroattivo le pensioni "super baby" dei parlamentari e, soprattutto, diamo a ogni pensionato una pensione commisurata a quello che ha realmente versato perché la differenza di qualche miliardo di euro è a carico dei giovani che la pensione non la vedranno mai, il TFR neppure e forse, neanche il lavoro. I sacrifici non hanno età, l'anagrafe non è un privilegio.”

Queste affermazioni sono un misto di sacro (“l'anagrafe non è un privilegio”) e profano (“in pensione si può andare a 60 anni”), che evidenzia quello che può, almeno superficialmente, sembrare “giusto”, senza dare un minimo di pensiero a quello che interessa veramente, ovvero la **sostenibilità**. È sicuramente un passo nella direzione giusta passare a un sistema contributivo per tutti (sì, anche ricalcolando le pensioni dei pensionati attuali), ma questo presuppone che i soldi versati finora da parte dei contribuenti esistano davvero. Invece, i contributi versati hanno pagato le pensioni dei pensionati attuali e la cassa è bella che vuota. Per affermare che si può garantire una pensione minima di 1.000 euro al mese a partire dai 60 anni, si dovrebbe pubblicare uno studio di fattibilità, verificato da attuari specializzati in materia. Invece, è più che possibile che l'approfondimento del tema delle pensioni sia più o meno quello nell'articolo sul sito (e cioè, che l'analisi M5S sia estremamente superficiale).

In altri temi di protezione sociale si trovano queste affermazioni nel programma:

- Sussidio di disoccupazione garantito
- Ticket proporzionale al reddito per le prestazioni non essenziali
- Informare sulla prevenzione primaria (alimentazione sana, attività fisica, astensione al fumo) e sui limiti della prevenzione secondaria

Sembra quasi che per garantire le prestazioni sanitarie essenziali gratuite a tutto il paese, basti che il popolo venga informato sull'opportunità di mangiare bene e non fumare. Ci sarà qualcuno in Italia nel 2012 che non sa che il fumo fa male?

Purtroppo, quanto esposto sopra è solo l'antipasto delle proposte del M5S; altre loro idee sono state esposte anche da [Ideashaveconsequences.org](http://Ideashaveconsequences.org) (si veda il riferimento in bibliografia).

Il problema principale è che l'Italia si troverà alle prossime elezioni a scegliere tra chi non ha mai saputo governare e chi pensa che il solo fatto di essere trasparente (ammesso che M5S si rivelerà tale se dovesse arrivare ai piani del potere) sia sufficiente per governare bene.

*Andrew Lawford*

## **Bibliografia**

Lawford, Andrew - Austerità e protezione sociale: i nodi vengono al pettine - pag. 37 - Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.

<http://www.mazzieroresearch.com/italia-1-trimestre-2012-pil-debito-co/>

Programma Movimento 5 Stelle:

<http://www.beppegrillo.it/iniziative/movimentocinquestelle/Programma-Movimento-5-Stelle.pdf>

Posizione M5S sulle pensioni:

<http://www.beppegrillo.it/listeciviche/forum/2012/05/la-posizione-del-m5stelle-sulle-pensioni.html>

Baggiani, Leonardo - Le Idee Nuove del CinqueStelle:

<http://ideashaveconsequences.org/ah-sarebbero-queste-le-idee-nuove-del-cinquestelle/leo>

# Conclusioni

Difficile concludere in modo diverso da come si è iniziato, il panorama delineato da questo Osservatorio è ancora una volta sconsolante; malgrado i duri sacrifici a cui il nostro paese è stato sottoposto, non si vede ancora una decisa inversione di rotta.

I dati sono una realtà nuda e cruda e parlano in modo eloquente a coloro che li vogliono ascoltare; il debito pubblico è fuori controllo, solo nel mese di settembre è aumentato di 20 miliardi e quest'anno supererà il 128% del Pil, altri dati in questo Osservatorio completano la figura di insieme.

Non nascondiamo un certo disagio nell'affermare ciò; specialmente quando ci viene detto che siamo “usciti dalla palude”. Ma francamente non vediamo le ragioni di tale ottimismo, quando sappiamo che ci aspetteranno ancora manovre finanziarie durissime.

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 ci 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

- Agenzia delle Entrate, *Risoluzione 92/2012: IVA – Cessioni patate prefritte surgelate – aliquota applicabile*, 1 ottobre 2012
- 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. 70, ottobre 2012
- Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, ottobre 2012
- Banca d'Italia, *Tassi di interesse*, novembre 2012
- Bank for International Settlements, *82ma Relazione Annuale*, 24 giugno 2012
- Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame della Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza 2012 – Vice Direttore Generale Banca d'Italia Salvatore Rossi*, 2 ottobre 2012
- Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame della Legge di Stabilità 2013 – Vice Direttore Generale Banca d'Italia Salvatore Rossi*, 23 ottobre 2012
- Corriere della Sera, *Arrestato l'amministratore di Tributi Italia*, 3 ottobre 2012
- Corte dei Conti, *Audizione sulla Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza 2012 – Presidente Luigi Gianpaolino*, 2 ottobre 2012
- Corte dei Conti, *Audizione sul Disegno di Legge di Stabilità 2013 – Presidente Luigi Gianpaolino*, 23 ottobre 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, *Global Financial Stability Report – Restoring Confidence and Progressing on Reforms*, ottobre 2012
- International Monetary Found, *World Economic Outlook – Coping with High Debt and Sluggish Growth*, ottobre 2012
- International Monetary Found, *Concluding Statement of the IMF Mission*, 16 maggio 2012
- Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*, 6 novembre 2012
- Istat, *Annuario Statistico 2010*
- Istat, *Indicatori Demografici – Stime per l'anno 2011*, 27 gennaio 2012
- Istat, *Conti Economici Trimestrali*
- Istat, *Conti Economici Nazionali*, 4 ottobre 2012
- Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
- Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 22 ottobre 2012
- Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*, 5 novembre 2012
- Istat, *Occupati e disoccupati*
- Istat, *Pil e indebitamento AP anni 2009-2011*, 2 marzo 2012
- Istat, *Prezzi al consumo*
- Istat, *Stima preliminare del Pil*, 15 novembre 2012

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

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

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

Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia 2011: un anno di sofferenza*, 18 febbraio 2012

Maurizio Mazziero, *Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.*, 13 dicembre 2011

Maurizio Mazziero, *Italia: l'economia al giro di boa del 2011*, 16 agosto 2011

Maurizio Mazziero, *Italia 1q2011: Pil, debito & Co.*, 17 maggio 2011

Maurizio Mazziero, *2010: un altro anno a debito per l'Italia*, 29 marzo 2011

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

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, *Italy Reviving Growth and Productivity*, settembre 2012

# Quaderno di Ricerca

## Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.

### **Autori**

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

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

#### **Per gli Approfondimenti** *Leonardo Baggiani*

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

#### *Silvano Fait*

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

#### *Andrew Lawford*

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

Vanzago, 20 novembre 2012

Altri articoli e studi sono disponibili ai siti:

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

<http://ideashaveconsequences.org/>

*Il Quaderno di Ricerca è un Osservatorio sui dati pubblici rilasciati da Banca d'Italia, Eurostat, 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.*