

Quaderno di Ricerca

Italia: economia a fine 2012

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

MAZZIERO RESEARCH
Copyright ©2013 – Tutti i diritti riservati

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

Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 5
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 8
Le Riserve Banca d'Italia	Pag. 13
Il Prodotto interno lordo	Pag. 14
L'inflazione	Pag. 17
La disoccupazione	Pag. 19
Approfondimenti	Pag. 21
Il focus di IdeasHaveConsequences.org	Pag. 21
Il commento di Andrew Lawford	Pag. 30
Conclusioni	Pag. 35
Bibliografia	Pag. 36

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

Dopo aver superato la soglia dei 2.000 miliardi di debito a novembre, dicembre ci ha permesso di tirare un sospiro di sollievo con un forte arretramento a 1.988 miliardi.

Siamo di fronte a un'inversione di tendenza?

A questa domanda cercherà di rispondere questo nono numero dell'Osservatorio sui conti pubblici italiani, analizzando anche molti altri dati come il Prodotto interno lordo, l'inflazione e la disoccupazione.

Come ormai è nostra abitudine lo schema adottato risponde al bisogno dei lettori di trovare tutte le informazioni seguendo un percorso di facile consultazione:

- 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 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	B	Negativo	B	Negativo	Ba1	Negativo	NA	NA
Danimarca	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Estonia	AA-	Negativo	A+	Stabile	A1	Stabile	A	Stabile
Finlandia	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Negativo
Francia	AA+	Negativo	AAA	Negativo	Aa1	Negativo	A+	Negativo
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Stabile
Grecia	B-	Stabile	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	Negativo	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	Stabile	Aaa	Negativo	A	Negativo
Svezia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile

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

I fatti

- 19 novembre 2012, Moody's declassa la Francia da Aaa a Aa1.
- 23 novembre 2012, S&P conferma la Francia a AA+ con outlook negativo.
- 30 novembre 2012, Moody's declassa l'ESM e l'EFSF da Aaa a Aa1, con outlook negativo.
- 5 dicembre 2012, S&P declassa la Grecia da CCC a SD.
- 13 dicembre 2012, S&P rivede l'outlook del Regno Unito da stabile a negativo.
- 14 dicembre 2012, Fitch conferma la Francia a AAA con outlook negativo.
- 14 dicembre 2012, Fitch conferma l'Italia ad A- con outlook negativo.
- 18 dicembre 2012, S&P promuove la Grecia da SD a B- con outlook stabile.
- 11 gennaio 2013, S&P conferma l'Irlanda a BBB+ con outlook negativo.
- 25 gennaio 2013, Fitch declassa Cipro da BB- a B, outlook negativo.
- 28 gennaio 2013, Fitch rivede l'outlook degli Stati Uniti da negativo a stabile.
- 8 febbraio 2013, Fitch conferma la Spagna a BBB con outlook negativo.

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

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

Il commento

Pur trovandoci di fronte ad alcune importanti revisioni di rating sul finire dell'anno scorso sembrerebbe essersi ammorbidito il ritmo di bocciature, in particolare dall'inizio del nuovo anno.

Le tre agenzie principali, mantengono fra loro delle differenze nei metodi di valutazione che si manifestano ora con benevolenza, ora con severità nei confronti dei paesi posti sotto esame.

Un esempio di benevolenza è quello di S&P con la Grecia, che dopo aver portato il rating a Selective Default, in occasione del piano di riacquisto, a prezzi ribassati, del debito collocato presso privati, la promuove dopo sole due settimane attribuendole un rating migliore di quello di partenza.

Altro esempio di benevolenza è quello di Fitch che promuove l'outlook degli Stati Uniti passandolo da negativo a stabile, per il solo fatto di aver rimandato il fiscal cliff e quindi tolto il limite alla creazione di nuovo debito.

Realismo, invece, da parte di Moody's che una volta intrapreso un abbassamento del rating francese non teme di adottare una conseguente revisione degli organismi sovranazionali di salvataggio ESM ed EFSF.

Attività sonnolenta quella di Dagong, l'agenzia cinese, che perlomeno in Europa si è limitata a confermare i precedenti rating. Non dobbiamo però cadere nell'equivoco di sottovalutare tali decisioni; la Dagong ha compiuto nell'ultimo anno passi da gigante e si sta preparando a competere ad armi pari con le altre agenzie. Certamente non mancheranno le sorprese nel giro di qualche anno.

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2011		2012	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	1.887.915	36.698	1.943.349	36.612
Febbraio	1.883.675	-4.240	1.936.240	-7.109
Marzo	1.875.300	-8.375	1.954.489	18.249
Aprile	1.898.185	22.885	1.957.411	2.922
Maggio	1.905.101	6.916	1.974.718	17.307
Giugno	1.910.027	4.926	1.982.230	7.512
Luglio	1.921.613	11.586	1.977.485	-4.745
Agosto	1.908.625	-12.988	1.975.632	-1.853
Settembre	1.891.695	-16.930	1.995.143	19.511
Ottobre	1.916.402	24.707	2.014.693	19.550
Novembre	1.912.389	-4.013	2.020.668	5.975
Dicembre	1.906.737	-5.652	1.988.363	-32.305
Incremento		55.520		81.626

Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2011 al 4 trim. 2012
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Debito a fine 2012: 1.988 miliardi.
- Segnato a novembre un nuovo massimo storico del debito pubblico oltre i 2.020 miliardi.
- Il debito del IV trimestre è migliorato di 6,8 miliardi.
- L'incremento del debito da inizio 2012 è di 81,6 miliardi.
- L'incremento del debito nel 2012 è superiore del 47% dell'aumento del debito nel 2011.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente al 31 dicembre 2011, è di 32.676 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 688 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 52,91%, quasi il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 28,80%.

Il commento

Il “colpo di reni” è riuscito: il debito pubblico dopo aver segnato il record storico a 2.020 miliardi a novembre è sceso sotto la soglia psicologica dei 2.000 miliardi a dicembre, si veda la **Tabella 3**.

Ci troviamo di fronte a un “miracolo annunciato”; quando a metà gennaio furono resi noti i preoccupanti dati di novembre la Banca d'Italia si affrettò a far sapere che il debito sarebbe ritornato ben sotto i 2.000 miliardi il mese successivo.

Quello che forse non ci si aspettava è che la riduzione sarebbe stata di 32 miliardi e che avrebbe portato il debito pubblico a 1,988 miliardi, per inciso molto vicino alla stima di 1.990 miliardi formulata dalla Mazziere Research nel precedente Osservatorio (nella sezione del Prodotto Interno Lordo è possibile consultare la tabella precedentemente pubblicata).

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflazione
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,70%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,40%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,50%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,00%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	1,70%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,00%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	1,70%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,20%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,70%
Anno 2010	1.851.217	89.988	5,11%	1,60%
Anno 2011	1.906.737	55.520	3,00%	2,70%
Anno 2012	1.988.363	81.626	4,28%	3,00%
Incremento		688.022	52,91%	28,80%

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

A questo punto è possibile domandarsi se questo forte regresso del debito possa costituire un primo elemento di speranza per un'inversione di tendenza.

Il primo dato da considerare è che il miglioramento delle finanze pubbliche è stato in parte favorito dagli introiti a saldo dell'Imu, circa 13,2 miliardi ben 1,2 in più di quanto previsto in sede di Legge di Stabilità (l'acconto aveva portato alle casse dello Stato 9,9 miliardi).

Il secondo aspetto è che tradizionalmente dicembre ha rappresentato un mese in cui il debito pubblico diminuisce; una sorta di scatto prima di passare sulla linea del traguardo, un fenomeno ben noto anche nell'industria degli investimenti con il nome di *window dressing* e finalizzato a migliorare i risultati di fine anno.

Scorrendo indietro negli anni possiamo notare che nel dicembre 2011 il debito rispetto al mese precedente era diminuito di 5,6 miliardi, nel dicembre 2010 di 23,1 miliardi e nel dicembre 2009 di 23,2 miliardi.

Non possiamo quindi dare una risposta affermativa alla domanda postaci precedentemente; il dato pur essendo rilevante rappresenta una ricorrenza periodica e quindi preso a se stante non può confermare un'inversione di tendenza del debito.

A questa considerazione aggiungiamo che il circolante di titoli di Stato, diminuito a dicembre 2012, è tornato a gennaio vicino ai valori massimi (si veda l'apposita sezione); è presumibile pertanto che entro i primi mesi del 2013 il debito pubblico sia destinato a superare ancora la soglia dei 2.000 miliardi.

La **Tabella 4** mostra le variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 2012; come è possibile constatare in 13 anni il debito statale è aumentato del 58,91% per 688 miliardi.

Uno degli aspetti su cui prestare attenzione è come quasi sempre (10 anni su 13) il debito sia aumentato ben oltre l'aumento di inflazione, costituendo effettivamente un aggravio dei conti pubblici in termini reali.

(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	43.413	54.115	-10.702
Agosto	37.200	29.128	8.072	37.152	28.421	8.731
Settembre	25.449	23.471	1.978	23.915	25.131	-1.216
Ottobre	30.933	31.065	-132	32.718	37.369	-4.651
Novembre	32.083	51.614	-19.531	39.461	75.105	-35.644
Dicembre	80.859	99.050	-18.191	79.725	73.131	6.594
Totale	437.869	501.962	-64.093	453.018	510.089	-57.071

*Tabella 5: Andamento entrate e uscite statali dal 2011 al 4 trim. 2012
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Nel 2012 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 57,07 miliardi.
- Il disavanzo nel 2011 era stato di 64,09 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2012 è stata di 37,7 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2011 è stata di 36,5 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2012 è stata di 42,5 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2011 è stata di 41,8 miliardi.

Il commento

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

Sia nel 2011 sia nel 2012, i mesi con uscite maggiori delle entrate sono stati i due terzi del totale (8 mesi su 12), ma è possibile notare come la differenza fra entrate e uscite per l'intero anno 2012 sia stata inferiore di 7 miliardi rispetto al 2011.

Possiamo forse indagare sulla base di questi dati se ci troviamo di fronte a un'inversione di tendenza nei conti pubblici; la risposta sembrerebbe essere positiva dato che la differenza fra la media delle entrate e delle uscite del 2012 risulta essere di 4,76 miliardi, a fronte di una media nel 2011 di 5,34 miliardi.

Il motivo di questa differenza positiva è più ascrivibile a un aumento delle entrate che a una diminuzione della spesa; lo si riscontra nelle entrate di 453 miliardi nel 2012 contro i 438 del 2011 e nelle uscite di 510 miliardi nel 2012 contro i 502 del 2011.

Anche il dato delle entrate tributarie nel periodo gennaio-novembre 2012 conferma questa ipotesi, visto che gli incassi derivanti dai tributi sono aumentati del 3,8%.

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	4,75%
2 Trim. 2012	1.640.806	6,71	15.559	
3 Trim. 2012	1.650.259	6,58	22.872	
4 Trim. 2012	1.638.724	6,62	15.660	

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

I fatti

- Circolante titoli di Stato a fine 2012 pari a 1.638,7 miliardi.
- Circolante titoli di Stato a gennaio 2013 pari a 1.673 miliardi.
- Nuovo massimo storico a novembre del circolante dei titoli di Stato a 1.680,6 miliardi.
- Vita media residua in leggero aumento a 6,62 anni a fine 2012, 6,52 a gennaio 2013.
- Gli interessi passivi nel 2012 sono stati pari a 77,8 miliardi.
- Tassi di interesse medi a gennaio: BOT 0,80%, BTP 3,83%, CCT 2,28%.

Il commento

Dopo un massimo di 1.680 miliardi di titoli di Stato circolanti a novembre, in concomitanza con il record storico del debito pubblico a 2.020 miliardi, dicembre ha segnato una brusca inversione di tendenza attestandosi a 1.638 miliardi, ai livelli del secondo trimestre del 2012, si veda la **Tabella 6** e la **Figura 1**.

La notizia di forte riduzione del circolante di titoli di Stato a fine 2012 avrebbe potuto davvero presentare una nota di fiducia e speranza, purtroppo si è sciolta come neve al sole dopo la pubblicazione dei dati relativi a gennaio 2013, in cui risulta un circolante di 1.673 miliardi, molto vicino ai massimi assoluti di 1.680 miliardi.

Il servizio del debito del 2012, cioè gli interessi pagati sui titoli di Stato sono stati di 77,8 miliardi, 5 miliardi in più del 2011, con un interesse medio del 4,75%; questo tasso è puramente indicativo in quanto calcolato in modo molto approssimativo da un rapporto fra gli interessi del 2012 e il circolante dei titoli a fine anno, una maggiore precisione dell'andamento dei tassi è riscontrabile nella **Figura 2**.

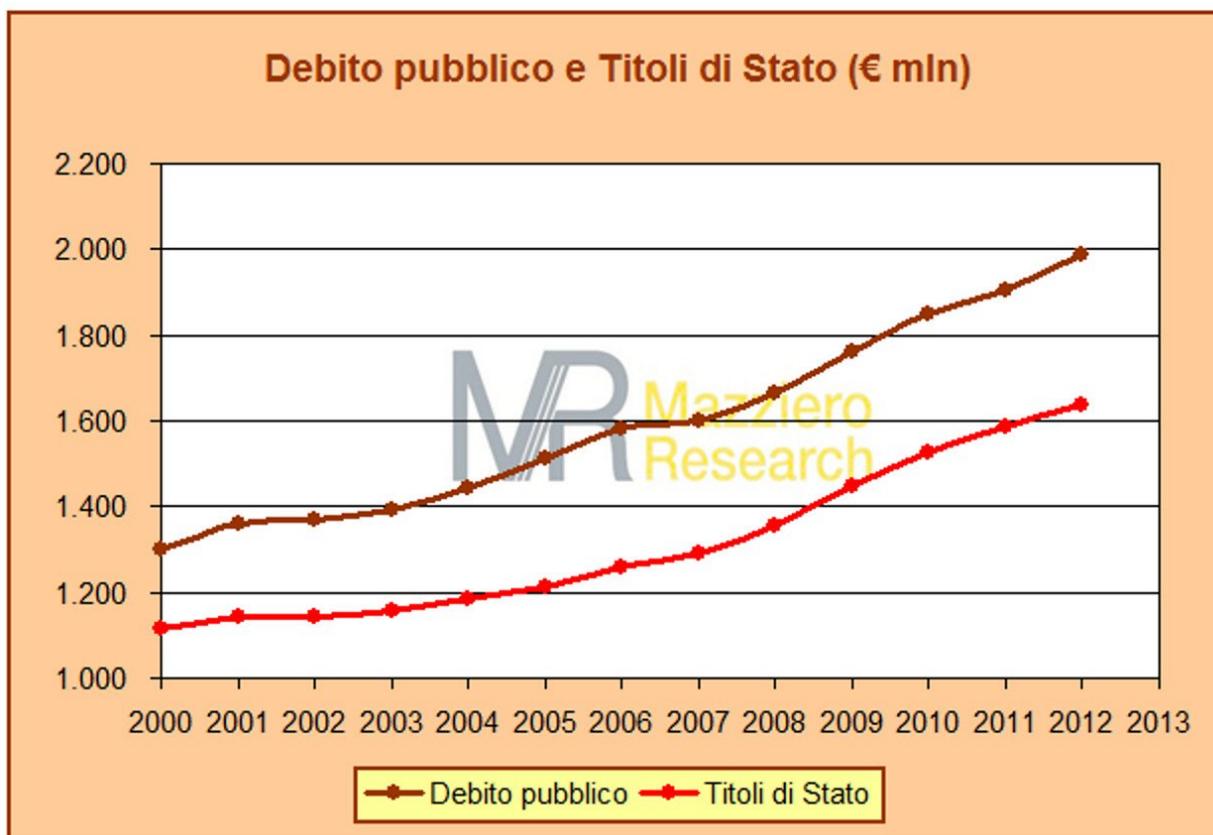


Figura 1: Debito Pubblico e Titoli di Stato dal 2000 a dicembre 2012
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

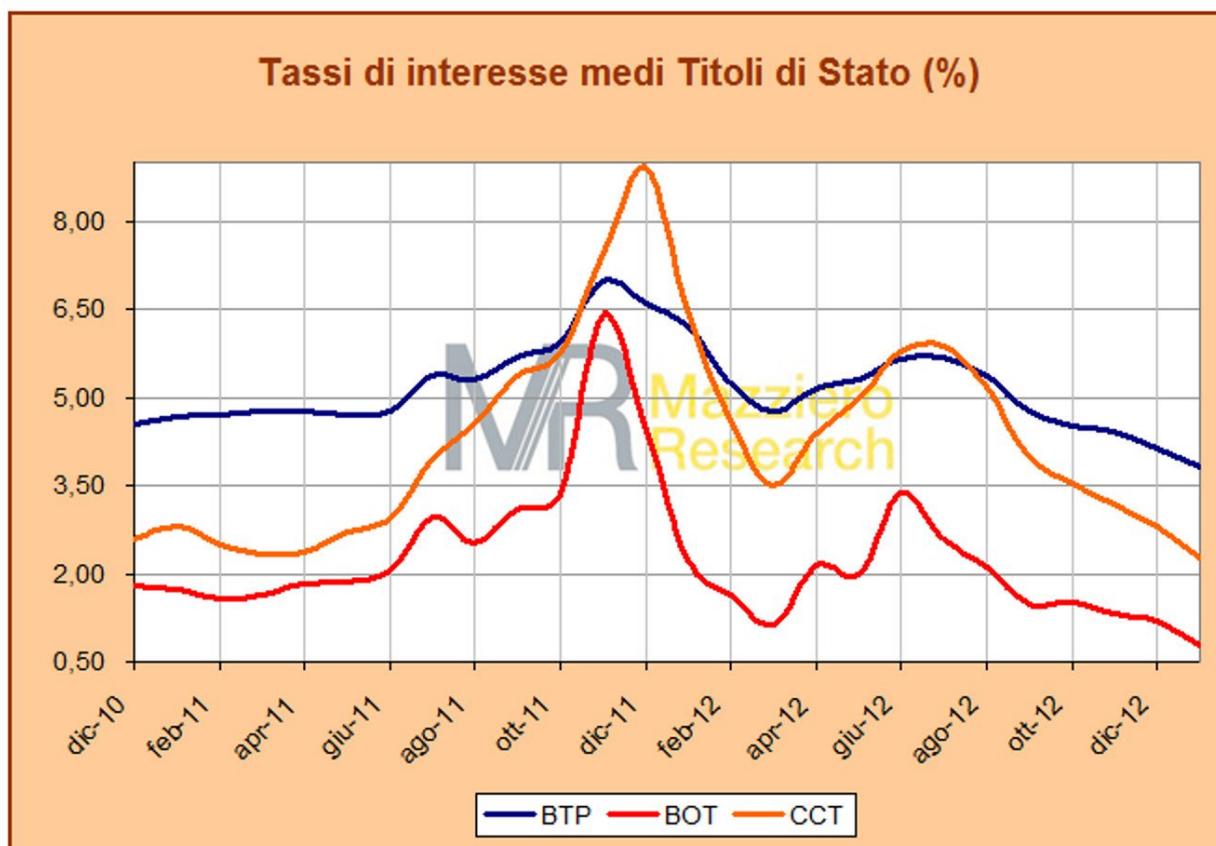


Figura 2: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da dic. 2010 a gennaio 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

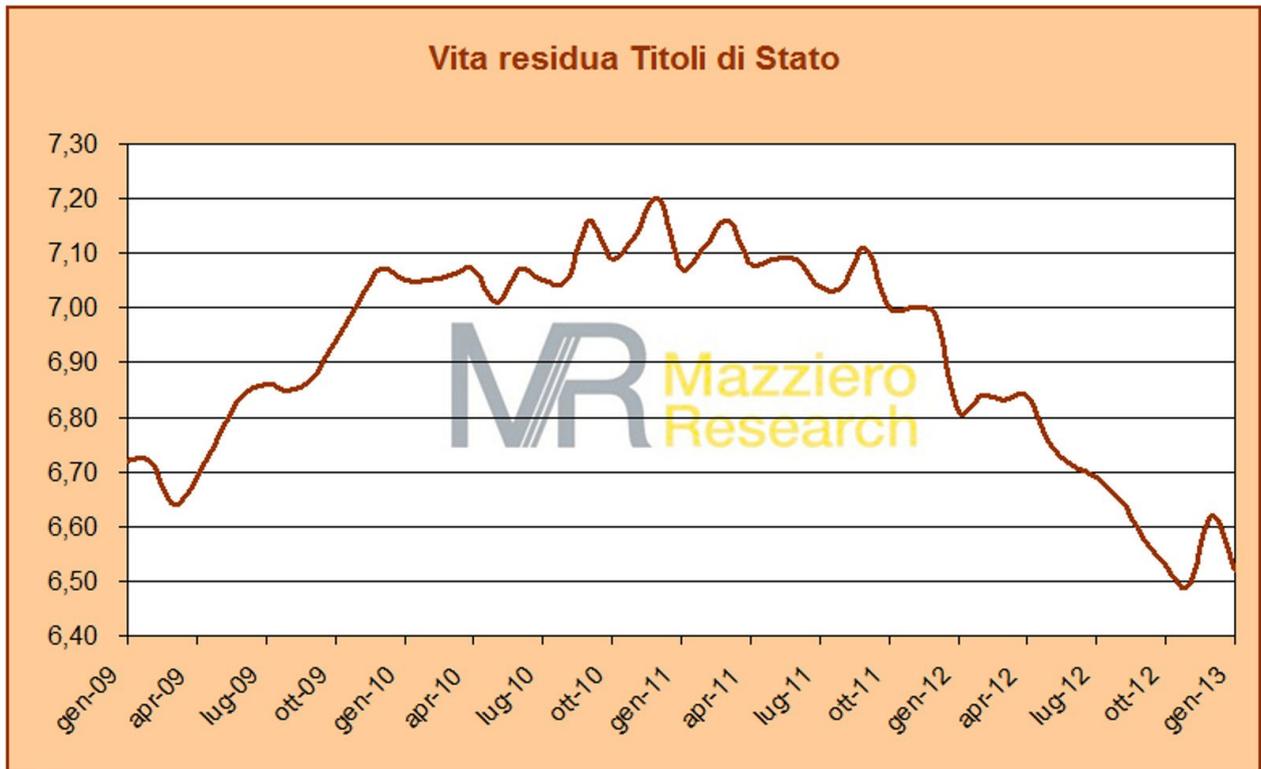


Figura 3: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2009 a gennaio 2013
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

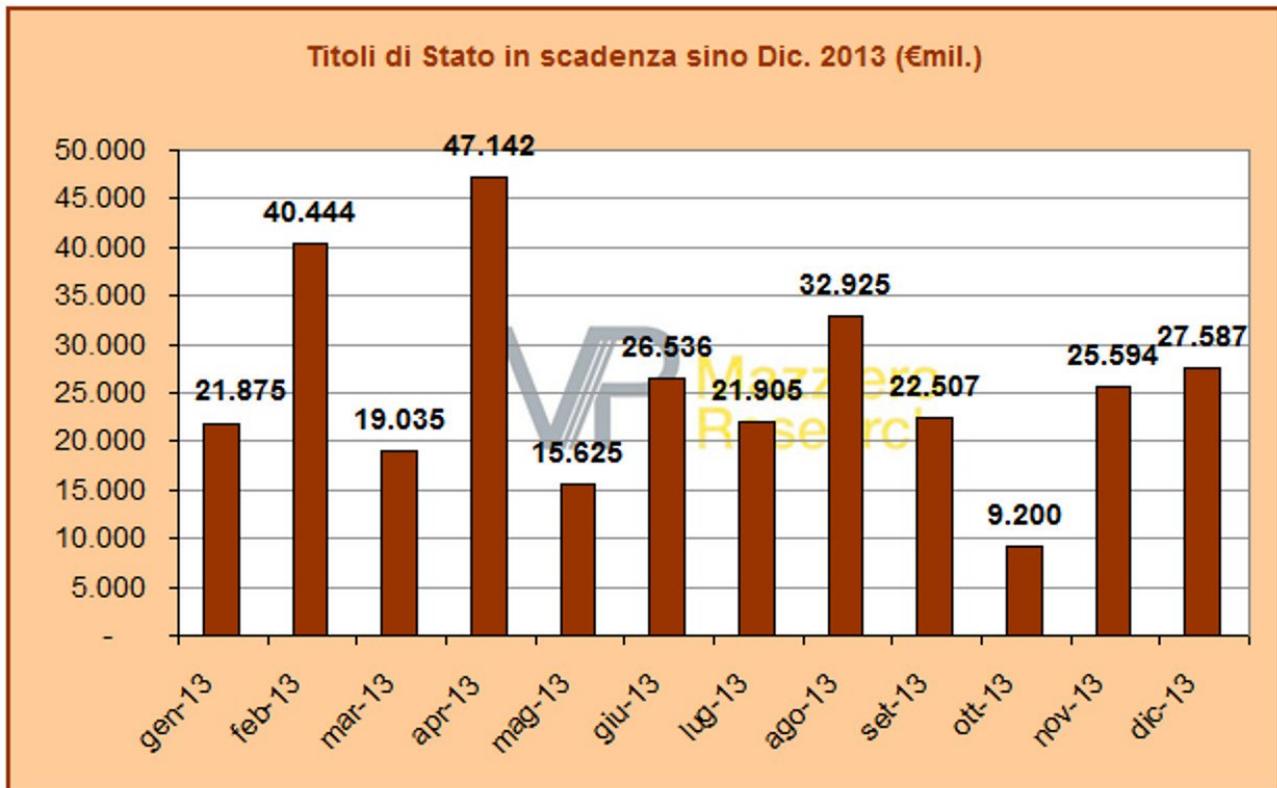
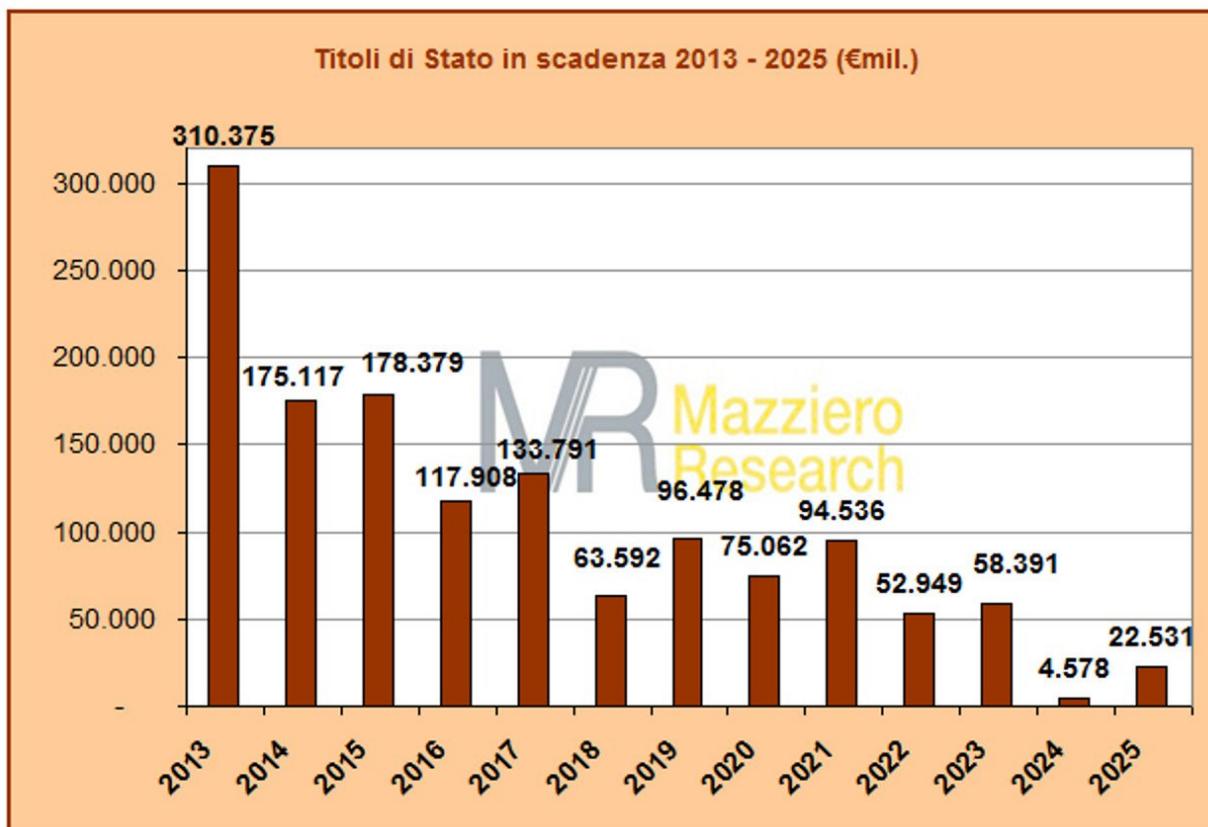


Figura 4: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2013
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)



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

La **Figura 3** mostra la vita residua dei titoli di Stato, è possibile notare un primo tentativo di allungamento della vita media, per cercare di sfruttare l'allentamento delle tensioni sul debito italiano. A tal proposito dobbiamo segnalare, il 13 febbraio scorso, il ritorno nelle aste del Tesoro del collocamento del BTP a 30 anni, un titolo che da molto tempo non veniva più offerto a causa dei tassi eccessivamente elevati. Probabilmente si è trattato di un saggio del mercato da parte del Tesoro; un esperimento parzialmente riuscito in quanto i BTP sono stati collocati a un tasso non esorbitante (5,07%), ma per un ammontare pari solo alla metà (887,5 milioni) di quanto offerto (1.752 milioni).

La **Figura 4** presenta i titoli in scadenza sino a dicembre 2013; particolarmente gravoso sarà il rinnovo dei titoli ad aprile, quando risulteranno in scadenza oltre 47 miliardi.

La **Figura 5** presenta invece l'ammontare di titoli di Stato in scadenza dal 2013 al 2025.

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.

In diminuzione l'ammontare di CTZ, che dopo aver raggiunto i 73 miliardi sono scesi a 61 miliardi e ora ammontano ora a 68. Stabile la quota dei BTP Italia giunti a un circolante di 27 miliardi.

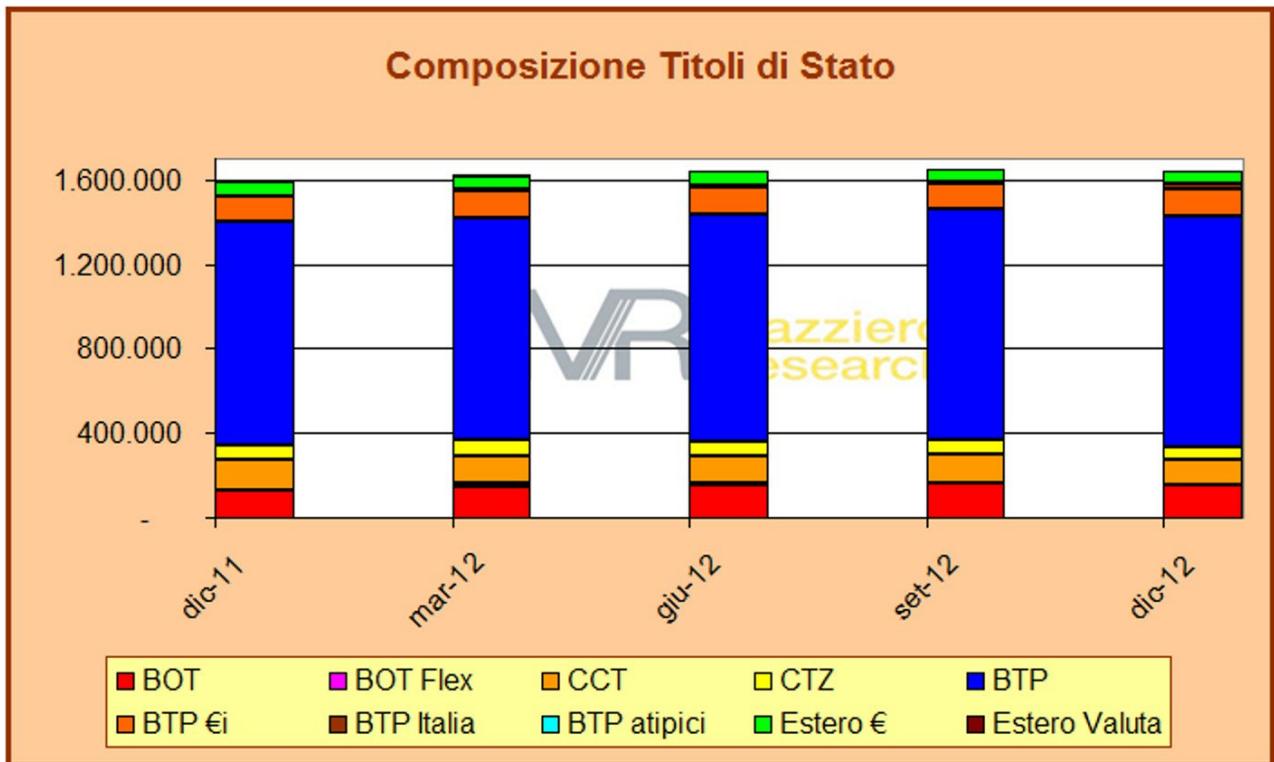


Figura 6: Tipologia dei Titoli di Stato da dic. 2011 a dic. 2012
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

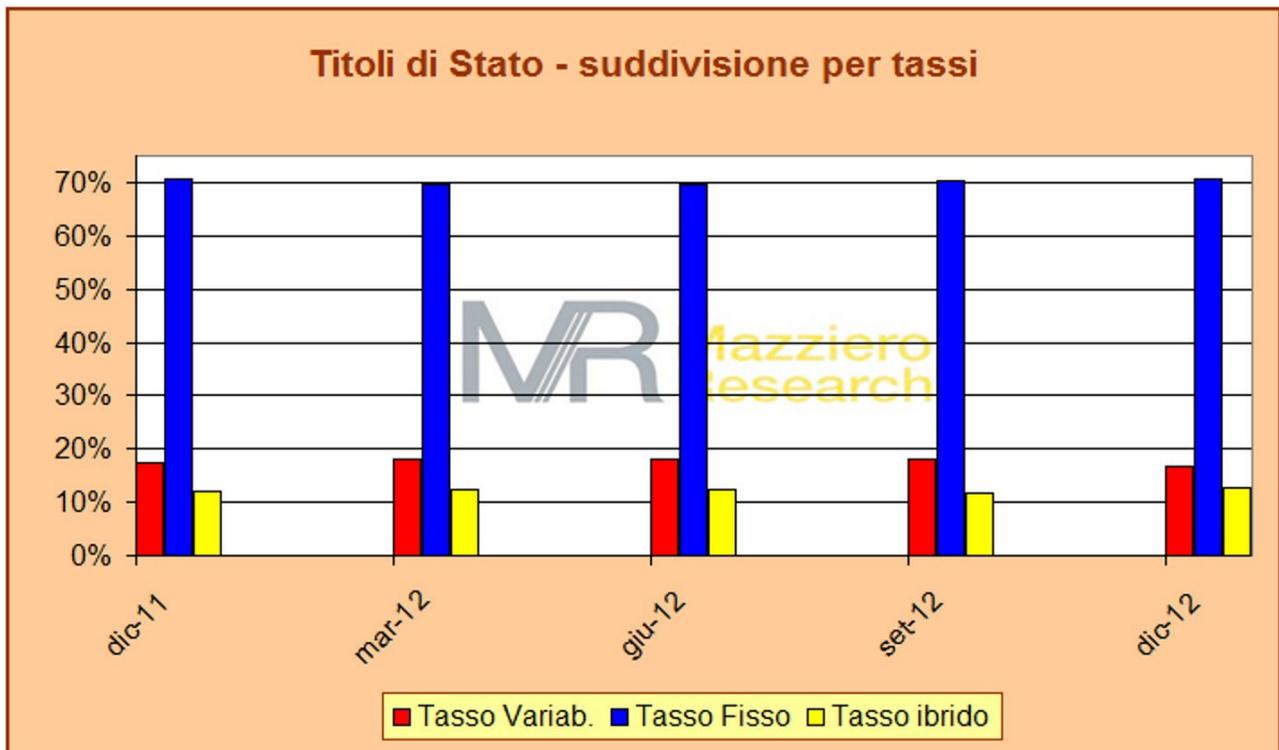


Figura 7: Suddivisione dei Titoli di Stato in tasso fisso e variabile dic. 2011 - dic. 2012
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Le riserve della Banca d'Italia

	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	25.514		19%
Riserve verso FMI	4.688		3%
Diritti speciali prelievo	7.008		5%
Oro	96.849		72%
Altre attività di riserva	-		
		134.059	100%
Altre attività in valuta estera	1.199	1.199	

*Tabella 7: Riserve Banca d'Italia a gennaio 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Le riserve ufficiali a gennaio 2013 ammontavano a 134 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a ottobre 2012 è negativa per circa 10 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 10 miliardi rispetto a ottobre 2012 è attribuibile sia alla diminuzione delle riserve in valuta estera sia alla diminuzione del valore dell'oro.

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

(Millioni 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)

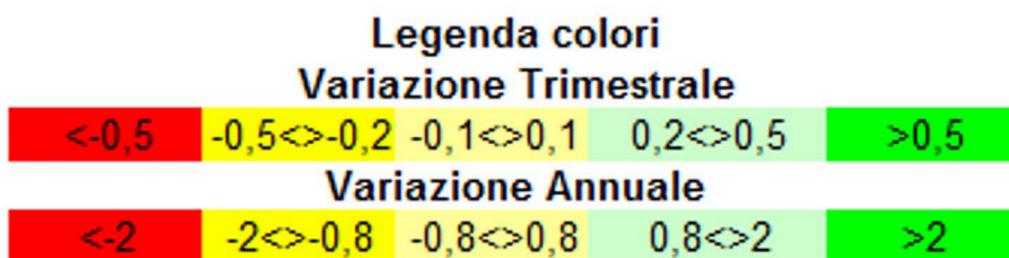
I fatti

- Nel quarto trimestre il Pil è sceso: dello 0,9% rispetto al trimestre precedente; del 2,7% rispetto al 4° trimestre del 2011.
- La variazione del Pil corretta per il calendario nel 2012 è pari al -2,2%.
- La variazione del Pil acquisita per il 2013 è pari al -1,0%.

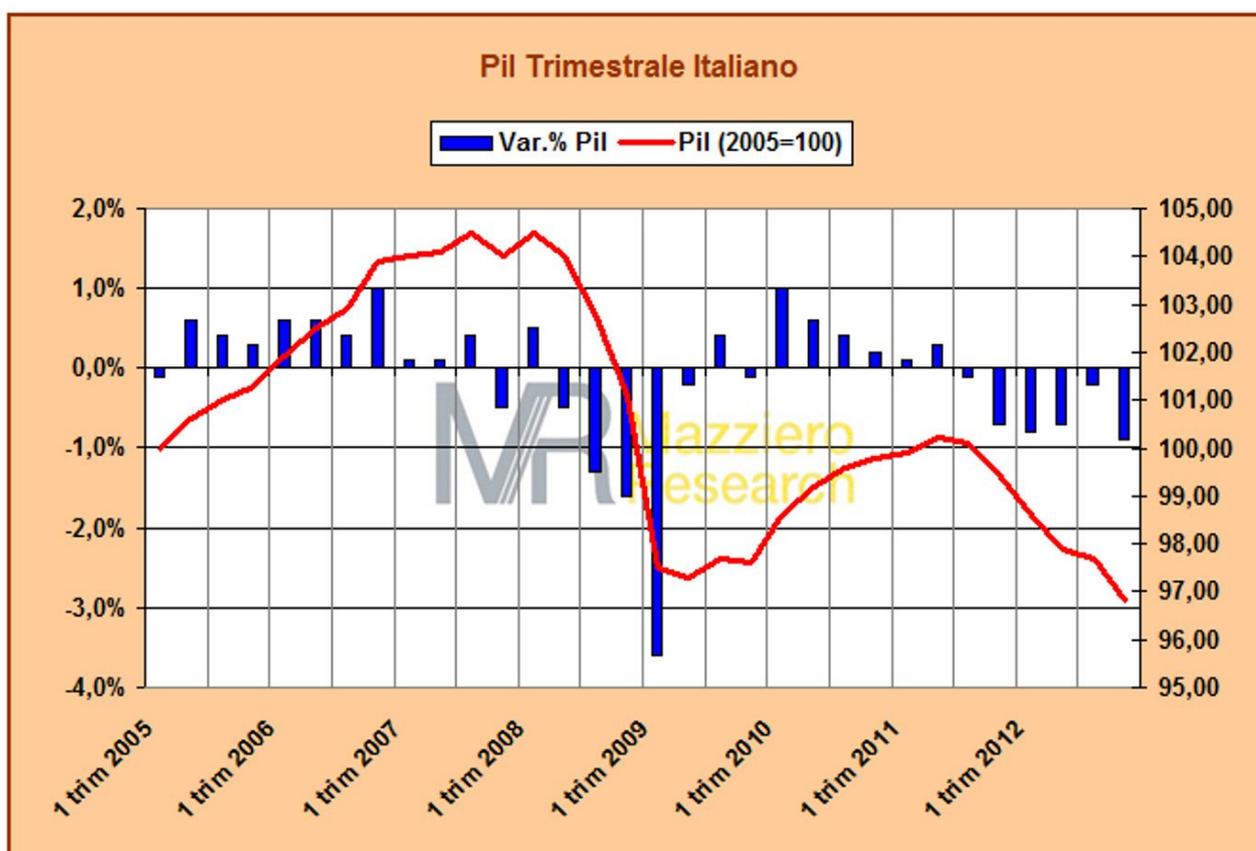
Il commento

La **Tabella 8** è la medesima pubblicata nell'Osservatorio sui dati economici italiani al terzo trimestre 2012; abbiamo pensato di riproporla per mostrare quanto vicina fosse la stima Mazziere Research sul debito pubblico a fine anno e quanto ottimistiche fossero le previsioni del Governo e del Fondo Monetario Internazionale.

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



*Tabella 9: Pil trimestrale dal 2005 al 2012
(Elaborazione su dati Istat)*



*Figura 8: Andamento trimestrale del Pil dal 2005 al 2012
(Elaborazione su dati Istat)*

Purtroppo non è ancora disponibile il valore del Pil deflazionato e quindi non possiamo ancora determinare il reale valore del debito/Pil.

Sono state invece rilasciate le variazioni trimestrali del Pil, si veda la **Tabella 9**, lo scostamento rispetto al quarto trimestre del 2011 è stato del -2,7%, che secondo l'Istat correggendo per gli effetti del calendario si tradurrebbe in un -2,2%, aspetto anche questo coerente con le stime Mazziere Research.

La **Figura 8** mostra l'andamento trimestrale del Pil dal 2005, la curva rossa con i valori sulla scala di destra mostra il Pil cumulativo ed evidenzia come la lettura di fine anno ci abbia portato non solo al di sotto dei momenti più acuti della crisi del primo trimestre del 2009, ma anche come gli attuali valori siano ben al di sotto (-3,2%) rispetto a quelli di inizio 2005. L'effetto della crisi economica per la produzione italiana si è tradotto in un -7,7% rispetto alla punta raggiunta nel primo trimestre del 2008.

Il Fondo Monetario Internazionale stima che il Pil diminuirà dell'1% nel 2013, mentre tornerà a crescere dello 0,5% nel 2014.

L'inflazione

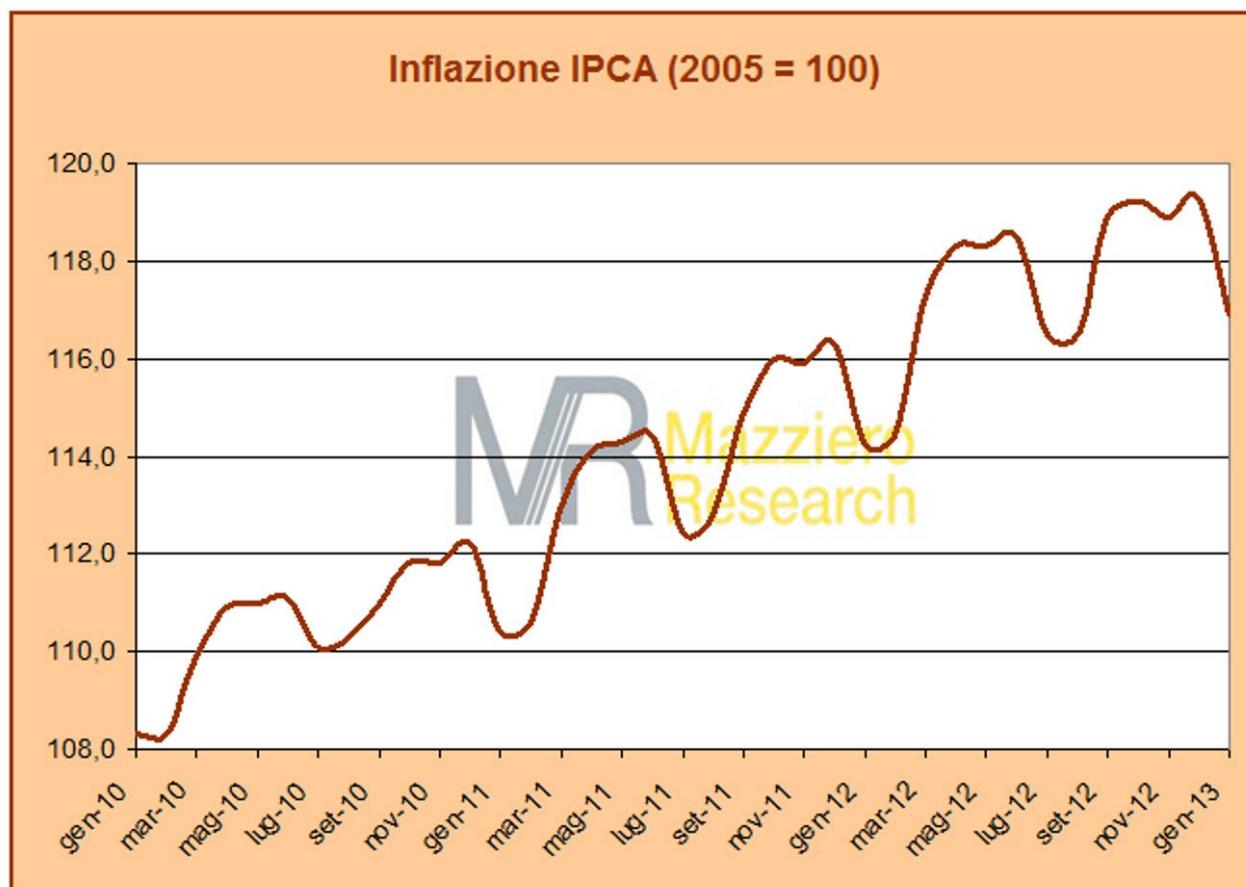


Figura 9: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2010 a gennaio 2013
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Diminuisce del 2% l'inflazione a gennaio.
- Il tasso annuo di inflazione è pari al 2,4%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2013 è lo 0,8%.
- L'indice armonizzato dei prezzi al consumo, a base 100 nel 2005, è pari a 116,9, -2,3 punti rispetto alla lettura di 119,2 di ottobre.

Il commento

La lettura dei dati sull'inflazione senza l'inserimento del suo andamento nel contesto potrebbe indurci in facili ottimismo: gennaio ha visto una notevole diminuzione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), si veda la **Figura 9**.

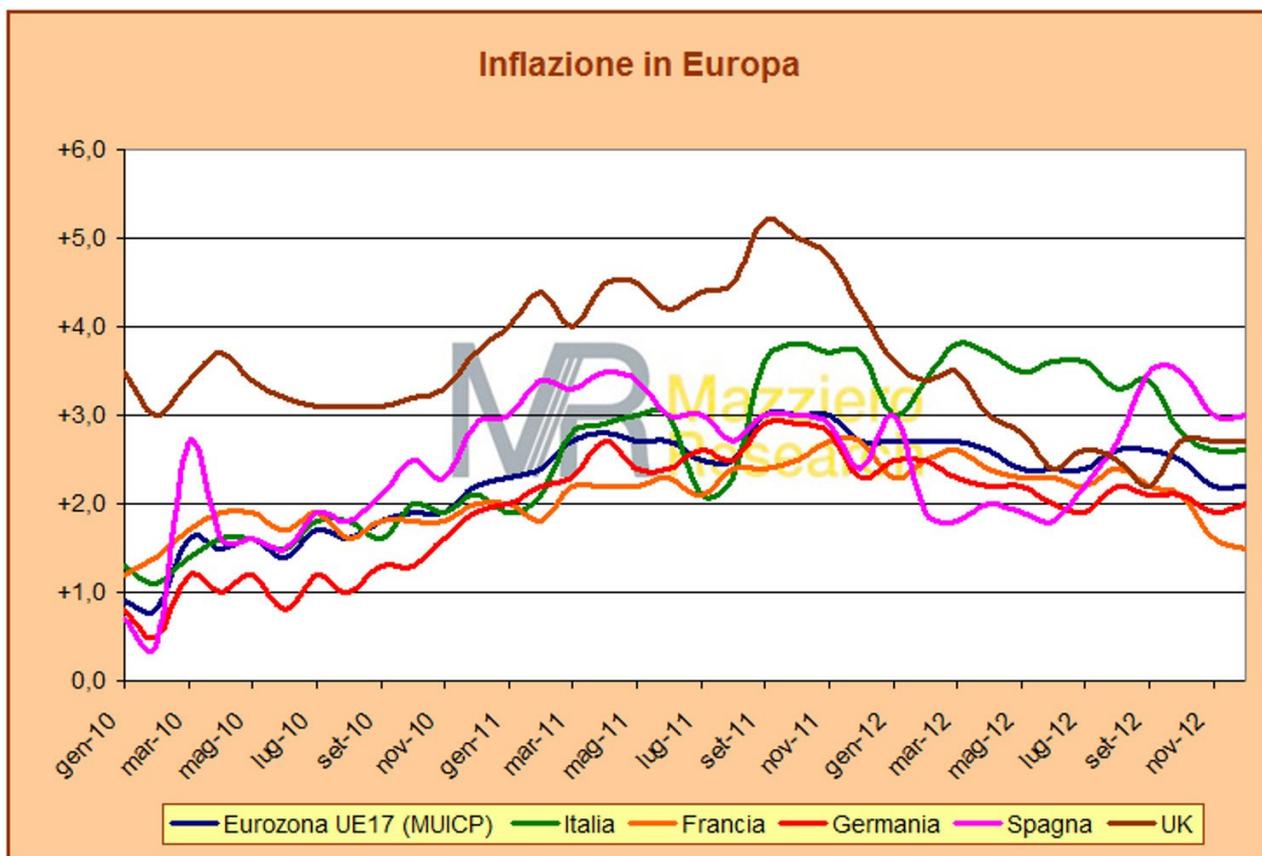


Figura 10: Inflazione in Europa dal 2010 a dicembre 2012
(Elaborazione su dati Eurostat)

In un solo mese il tasso di inflazione è sceso di ben il 2% portando il dato annuo dal 3% al 2,4%; allo stesso tempo l'inflazione acquisita per l'intero anno segna al momento un modesto 0,8%.

In realtà occorre notare che tradizionalmente gennaio è un mese di discesa dell'inflazione, condizionata dalla campagna dei saldi post-festività, si veda la **Figura 11**; il medesimo fenomeno si è presentato a gennaio 2012 con un -1,8%, a gennaio 2011 con un -1,6% e a gennaio 2010 con un -1,5%.

Il fatto che la diminuzione del tasso di inflazione nel mese di gennaio si presenti sempre in crescita nel corso degli ultimi tre anni è un sintomo dell'acuirsi della crisi nei consumi, dato che i saldi di fine stagione tendono ad essere sempre più aggressivi per poter attirare clienti sempre più restii.

E' abbastanza probabile che nei prossimi mesi assisteremo a valori maggiori dell'indice dei prezzi al consumo, con un febbraio fiacco e un balzo notevole nel mese di marzo, quando inizieranno le spese dovute al cambio di stagione.

L'appuntamento per una prossima riduzione dell'inflazione è fissato a luglio, naturalmente in occasione dei saldi estivi.

Nella **Figura 10** è possibile osservare l'andamento del tasso di inflazione fra i vari paesi.

La disoccupazione



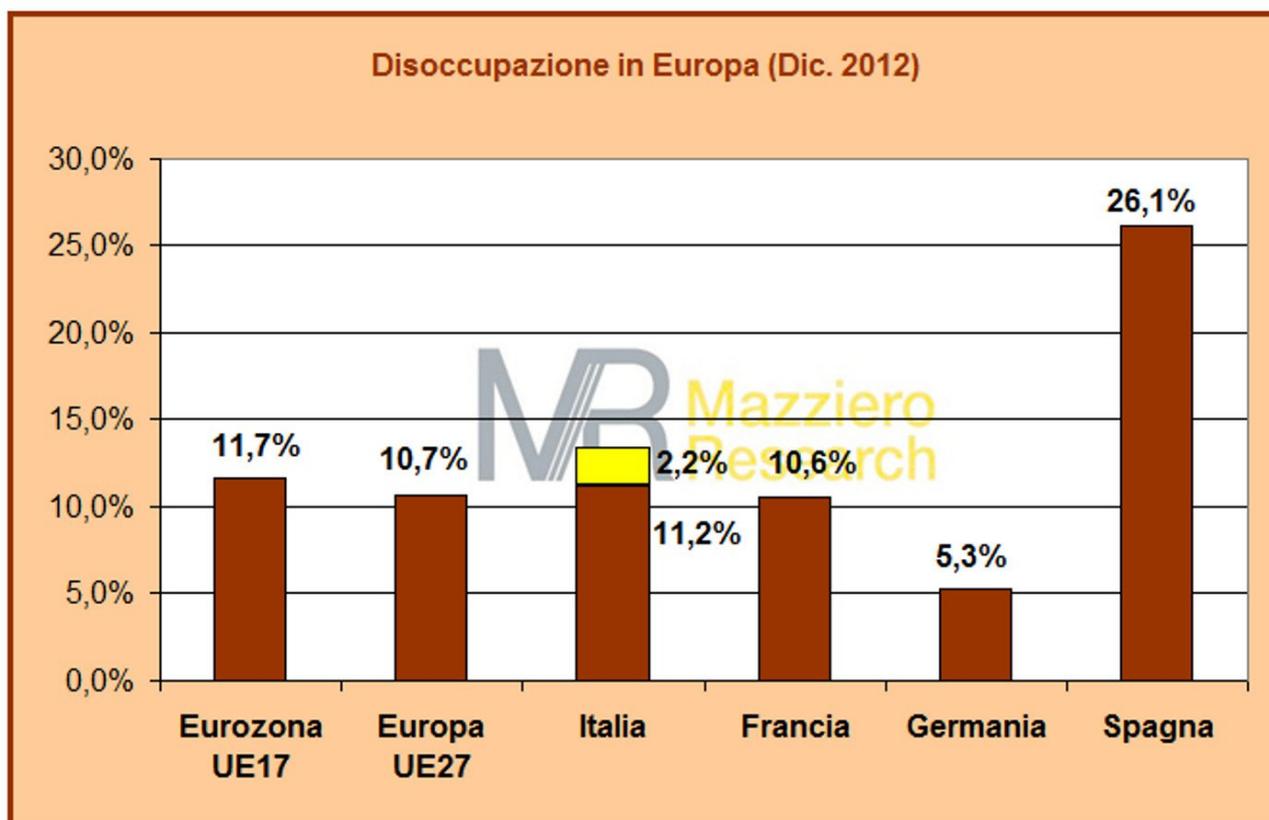
Figura 11: Disoccupazione in Italia da gennaio 2011 a dicembre 2012
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 11,2% a dicembre; +2,3% rispetto all'anno precedente.
36,6% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni.
- Tasso di occupazione: 56,4% della popolazione in età attiva.
- Cassa integrazione: da gennaio a dicembre autorizzate 1.090,6 milioni di ore,
a gennaio autorizzate 88,9 milioni di ore:
+2,7% rispetto a dicembre 2012;
+61,6% rispetto a gennaio 2012.

Il commento

La disoccupazione continua a mordere, con una crescita pressoché costante, si veda la **Figura 11**; estremamente preoccupante la disoccupazione giovanile che ha raggiunto il 36,6%.



*Figura 12: Disoccupazione in Europa a dicembre 2012
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Secondo l'Istat: "nel 2013 il tasso di disoccupazione continuerebbe a salire (11,4%) a causa del contrarsi dell'occupazione, fenomeno cui si dovrebbe accompagnare un aumento dell'incidenza della disoccupazione di lunga durata."

Nella **Figura 12** possiamo vedere il confronto con le altre economie europee, evidenti i due estremi: la Spagna con un tasso di disoccupazione del 26,1% e la Germania con un invidiabile 5,3%.

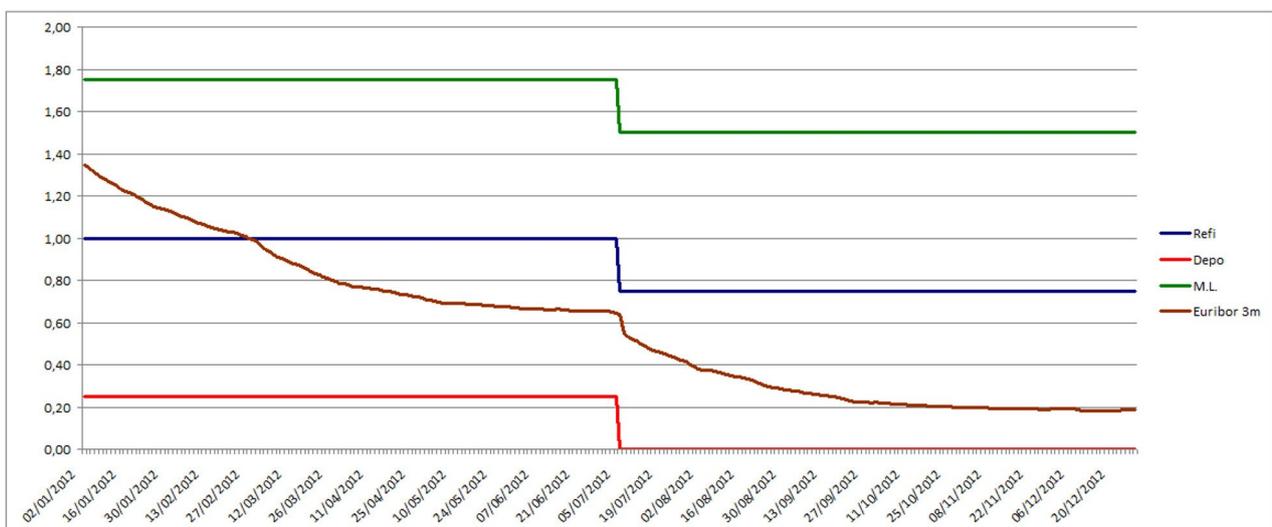
La media europea è piuttosto vicina alla nostra lettura, sebbene si possa notare come l'Eurozona risulti penalizzata rispetto all'Unione a 27. Non dobbiamo dimenticare però la presenza in Italia di un sistema di tutela intermedio rappresentato dalla Cassa Integrazione. Aggiungendo le ore di Cassa Integrazione autorizzate nel corso del 2012 otteniamo un ulteriore 2,2% di senza lavoro, che portano il nostro tasso di disoccupazione reale al 13,4%.

Approfondimenti

Il focus di IdeasHaveConsequences.org

Mercato monetario IV trimestre 2012

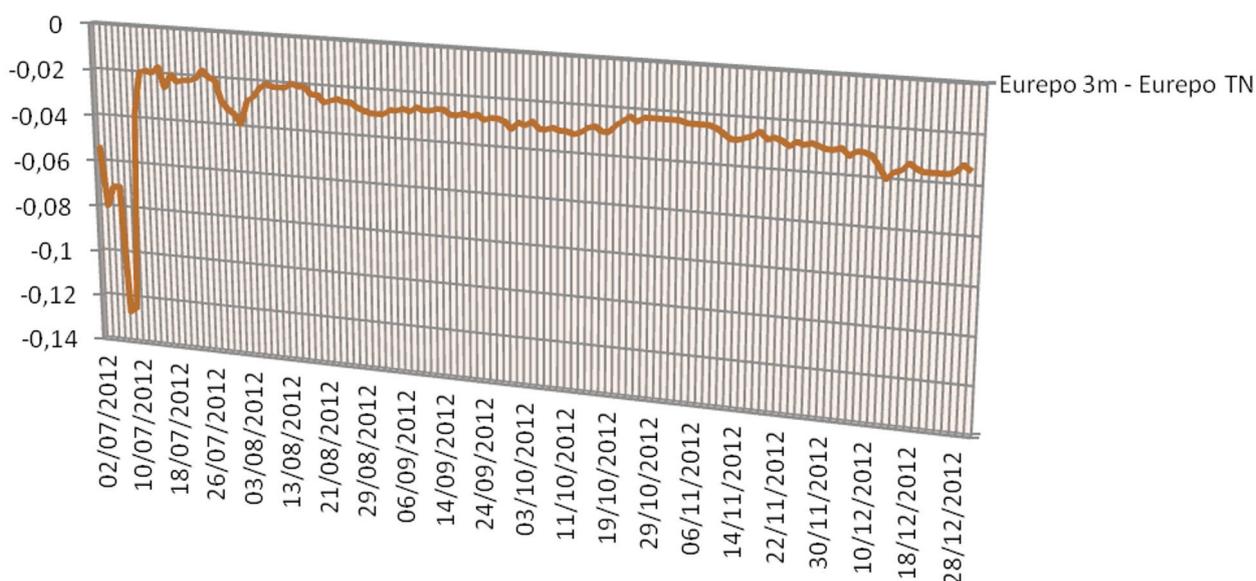
Nel quarto trimestre 2012 la Banca Centrale Europea ha mantenuto invariato il tasso di rifinanziamento allo 0,75%. La politica monetaria è rimasta accomodante mentre i tassi di interesse continuano ad essere ai minimi storici. Ulteriori ribassi sembrano tuttavia incerti o comunque rimandati eventualmente al 2013: nell'ultima parte del 2012 sia l'aumento dei prezzi delle materie prime che la maggiorazione delle imposte indirette in numerosi paesi dell'Eurozona hanno esercitato pressioni al rialzo sull'andamento dei prezzi al consumo che dovrebbero mantenersi sopra al target del 2% almeno nella prima metà del 2013.



Andamento dei tassi BCE ed Euribor 3m

I principali eventi del trimestre sono il trovato accordo per la costituzione dell'unione bancaria europea ed il persistere della scarsità di collateralità di alta qualità per i prestiti interbancari, segno quest'ultimo di un mercato monetario in condizioni ancora anemiche. Il finanziamento a breve termine degli istituti di credito, nonostante il riaffacciarsi degli investitori istituzionali che ha portato ad una significativa riduzione negli spread tra paesi periferici e paesi core, rimane fortemente legato alla disponibilità della Banca Centrale Europea di accettare come garanzia un'ampia gamma di collateralità (inclusi covered bond, abs e dal 6 settembre 2012 anche asset denominati in valuta estera).

Persiste il fenomeno della curva dei tassi di interesse inclinata negativamente per quanto riguarda le operazioni di pronti contro termine (repo) entro i 12 mesi. Anche se contenuta la differenza nei tassi tra le operazioni a 3 mesi e quelle a un giorno è inferiore allo zero. Lo stesso Eurepo a 3 mesi è diventato negativo e questo significa che un istituto di credito disposto a fornire a garanzia delle richieste di finanziamento collaterali di alta qualità (Bund e titoli di stato dei paesi core) paga a scadenza meno di quanto ha ricevuto inizialmente in prestito. Il fenomeno è cominciato tra la fine del secondo e l'inizio del terzo trimestre 2012. Dato il suo carattere anomalo merita di essere monitorato. Al 31 dicembre 2012 il tasso registrato dall'Eurepo a 3 mesi era pari allo -0,012% e l'inversione della curva può essere visualizzata nel grafico successivo.



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

L'ampliamento e l'alleggerimento delle regole sui collaterali accettati in garanzia dalla BCE sembra aver creato alcuni problemi di *risk management* al Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) come riportato da alcuni episodi documentati dalla stampa finanziaria, in particolare:

- L'applicazione di un haircut dello 0,5% anziché del 5,5% su linee di credito per 80 miliardi di euro a banche iberiche (fonte: Die Welt, Reuters);
- Episodi analoghi di mispricing del rischio creditizio da parte della Banque de France su crediti per 6,5 miliardi di euro concessi a 6 banche tra cui Société Général e Unicredit relativamente alla classificazione di rischio dei Covered Bonds offerti a collaterale (fonte: Fox Business).

Tramite il programma STEP (Short Term European Paper) la BCE e le varie Banche Centrali Nazionali s'impegnano a fornire liquidità garantita appunto da Covered Bonds (titoli emessi e garantiti da crediti concessi dalle banche alla clientela). L'allargamento degli standard creditizi, il cattivo prezzamento degli strumenti posti a garanzia e l'ampio ricorso a linee di credito assistite da collateralizzati di qualità non elevata tuttavia aumenta i rischi in capo al bilancio della BCE instaurando potenzialmente un circolo perverso per cui diventano sistemicamente rilevanti tutte le banche che si rifinanziano a prescindere dalla qualità dei loro crediti. In sostanza la BCE rischia di trovarsi nella posizione di non poter non concedere liquidità anche di fronte a banche che presentano attivi palesemente deteriorati.

Per quanto riguarda il progetto dell'Unione Bancaria, i ministri delle Finanze della UE hanno trovato il 13 dicembre un accordo per la creazione di un'autorità che supervisioni le banche sistemiche dei paesi dell'Eurozona. L'accordo arriva dopo mesi di negoziati tra gli stati membri ed è visto dai paesi europei come fondamentale per integrare e stabilizzare il sistema bancario comunitario. La supervisione finale sulle banche dell'Eurozona sarà effettuata dalla Banca Centrale Europea, a partire dal 2014, e riguarderà le banche che possiedono più di 30 miliardi di euro in titoli e investimenti, quelle che ne detengono una cifra pari al 20 per cento o più del prodotto interno lordo del loro paese e quelle che operano in almeno due paesi diversi. Almeno tre banche per ogni stato membro, in base a questi requisiti, saranno oggetto della supervisione europea: le altre resteranno, come adesso, sotto il controllo del loro supervisore nazionale. Francia e Germania avevano avuto a lungo posizioni distanti riguardo le banche interessate dalla supervisione, col governo tedesco che sosteneva che molte sue banche locali erano troppo piccole per necessitare del controllo della BCE. Uno degli obiettivi del nuovo ente è spezzare i rapporti poco sani esistenti tra banche e governi nazionali e locali, che in passato hanno portato a scelte economiche per lo meno azzardate da parte di alcuni istituti finanziari o che hanno costretto i governi a impegnare risorse ingenti per salvare banche in difficoltà (come nei casi IKF e Bankia).

Rimane ancora da definire una chiara procedura per la gestione delle insolvenze, la messa in liquidazione degli istituti e la relativa mutualizzazione degli oneri. E' chiaro tuttavia che sarebbe stato opportuno definire tali regole se non contestualmente all'introduzione della moneta unica, quantomeno prima della crisi finanziaria: una volta scoppiata i governi sotto la cui giurisdizione ricadono le banche con significative esposizioni verso i paesi periferici hanno tutto l'interesse che i salvataggi vengano condotti su basi nazionali. D'altra parte è difficile pensare che i governi periferici continuino a trattare come *contingent liabilities* le passività bancarie quando non hanno poteri di indirizzo della politica monetaria né sono in grado di finanziarsi direttamente presso la Banca Centrale né di esercitare controlli sui movimenti di capitale.

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.

Svolta della BCE e prospettive di autarchia?

Il 2012 si chiude all'insegna dell'attesa mestizia per l'Unione Monetaria: l'economia è andata male e i più ottimisti vedono qualcosa di positivo solo a metà 2013 (e siamo già un anno in ritardo rispetto a quanto ci si attendeva a fine 2011), il settore bancario rivela una crescente quota di credito in default, e gli scontri politici a vari livelli alimentano solo incertezza. A parte quel che si dice in giro, come si è comportata effettivamente la BCE? E se c'è qualcosa di nuovo, può riguardare (anche) una tendenziale giapponesizzazione del debito pubblico?

Bilancio BCE – Dicembre 2012					
<i>(dati in miliardi di euro)</i>					
Attivo			Passivo		
Finanziamenti	1.129	-4,2%	Base monetaria	1.631	-5,9%
Titoli	615	-2,0%	Depositi	198	-6,1%
Eestero	312	-0,3%	Eestero	196	+7,5%
Oro	479	0,0%	FMI	56	0,0%
Altro	483	-0,2%	Altro	398	+10,4%
			Mezzi propri	538	0,0%
	3.018	-2,1%		3.018	-2,1%

Bilancio BCE a dicembre 2012

L'ultimo trimestre del 2012 la BCE ha rafforzato il ritracciamento avviato in sordina nel trimestre precedente (si veda il precedente Quaderno di Ricerca della Mazziero Research), estendendolo un po' ad ogni voce dell'attivo. Assieme al non trascurabile rientro dalla politica di acquisto di titoli (voce "Titoli" -2%), si rileva la ben più importante riduzione dei finanziamenti al sistema bancario di oltre il 4% (circa € 50 miliardi). Riguardo la Emergency Liquidity Assistance (ELA, inclusa tra gli "altri crediti in euro verso istituzioni creditizie" contenuti nella voce "Altro" dell'attivo), si ha una contrazione di circa € 6 miliardi rispetto a fine settembre (si noti che a novembre era invece salita di € 20 miliardi); anche per questa via si deve registrare un rientro degli stimoli monetari diretti, con effetto sulla minor rischiosità del bilancio del SEBC (Sistema Europeo di Banche Centrali).

La base monetaria si è contratta in modo ancora più evidente (oltre € 100 miliardi, quasi un 6%), con una parziale compensazione attraverso il canale estero (la voce "Estero" nel passivo è cresciuta di € 14 miliardi) e altre voci (la voce "Altro" del passivo è cresciuta quasi di € 40 miliardi, di cui la maggior parte è riferita a debiti verso la Pubblica Amministrazione).

Il ricorso delle banche alla *deposit facility* è calato negli ultimi tre mesi di altri € 50 miliardi (un ulteriore -17%), ed è calato anche il ricorso ai conti correnti presso la BCE (che coprono anche la riserva bancaria obbligatoria) di quasi € 70 miliardi, restando comunque un “multiplo” del livello usuale. A questo aggiungiamo anche un calo di € 10 miliardi nei depositi a termine presso la BCE, e si arriva ad un calo della liquidità “in eccesso” del sistema bancario per circa € 130 miliardi, di cui € 20 miliardi apparentemente convertiti in “*banconote in circolazione*”.

La liquidità parcheggiata all'esterno dell'economia reale resta ben elevata (circa il 44% della già ben elevata liquidità creata dalla BCE), e per questo l'incremento della circolazione di banconote non può essere ancora preso come un segno di ritorno alla normalità. È da rilevare che questa evoluzione nella politica monetaria è accompagnata dall'annuncio/minaccia delle OMT, operazioni della BCE che in realtà dipendono dall'attivazione – ancora non realizzata – del meccanismo di soccorso dell'ESM. Questo avrebbe dovuto smorzare i toni trionfalistici sul calo di fine anno dello spread BTP-Bund (nonché dell'omologo Bonos-Bund), che infatti ultimamente si è dimostrato non così solido. C'è la probabilità che per il momento la BCE stia sfruttando gli afflussi di capitale extra-UEM – motivati dal lassismo monetario esteso lungo le sponde dell'oceano Pacifico – per ridimensionare il rischio complessivo del proprio bilancio, in attesa che il supporto a finanze pubbliche e sistema bancario europeo venga gestito tramite altri canali (l'ESM in primis; si veda il Focus del precedente Quaderno di Ricerca).

Bilancio BCE – Anno 2012					
(dati in miliardi di euro)					
Attivo			Passivo		
Finanziamenti	+265	+30,7%	Base monetaria	+105	+6,9%
Titoli	-37	-5,7%	Depositi	-14	-6,6%
Eestero	-57	-15,3%	Eestero	+26	+15,1%
Oro	+56	+13,1%	FMI	+0	+0,5%
Altro	+56	+13,0%	Altro	+102	+34,6%
			Mezzi propri	+63	+13,2%
	+283	+10,3%		+283	+10,3%

Bilancio BCE anno 2012

Dando un occhio a quanto accaduto durante l'intero 2012, è evidente che l'intero SEBC si è dato molto da fare per sostenere la UEM e per indebolire l'euro: il bilancio BCE è cresciuto di oltre il 10%, essenzialmente attraverso maggiori finanziamenti netti al sistema bancario per € 265 miliardi direttamente dalla BCE e per € 120 miliardi in ELA da parte di singole Banche Centrali Nazionali.

Lo stimolo complessivo del bilancio BCE ha un valore pari a più del 30% delle banconote in circolazione, ma i maggiori finanziamenti al sistema bancario arrivano perfino oltre il 40%. Tutto questo è stato “finanziato” in parte con la creazione di base monetaria, in parte con l'incremento delle riserve di rivalutazione (contenute nei “Mezzi propri”), ed in parte con il supporto di altre poste di cui soprattutto *debiti verso la Pubblica Amministrazione* (contenuti nella voce “Altro” del passivo).

Questo sforzo a sostegno dell'economia (e in particolare delle banche) non ha portato al crollo dell'euro sul mercato valutario semplicemente perché la politica monetaria nelle altre aree valutarie è stata ancora più spregiudicata. Che nonostante questi sforzi monetari la situazione macroeconomica europea in generale ed italiana in particolare non si siano risollevate, dimostra che i problemi di fondo sono di natura reale – riguardano i “fondamentali” dell'economia – e la semplice stampa di moneta non può risolverli.

Un altro fattore che può dar ragione ad un minor interventismo centrale, almeno in termini di supporto al debito pubblico dei Paesi dell'area euro, è il grado di autarchia finanziaria (argomento richiamato già nel precedente Quaderno di Ricerca – pag.7): quanto più ogni Paese può contare sul finanziamento del proprio debito pubblico direttamente tramite il risparmio domestico, quanto meno le turbolenze dei mercati costringeranno ad interventi di salvataggio centrale.

Guardando all'Italia, pur mancando statistiche ufficiali alla fine del 2012, è possibile fare una stima di quanta parte del debito pubblico fosse in mano “straniera” con alcune pubblicazioni della Banca d'Italia e qualche limitata ipotesi (quota di debito pubblico rappresentata da titoli ancora sopra l'81%, quota di acquisti della BCE stabile al 5,5% e quota detenuta da fondi esteri linearmente crescente). La quota di titoli detenuta da privati esteri pertanto passa dal 46,8% di metà 2011 al 27,8% di metà 2012 fino allo stimato 25,7% di fine 2012. Se considerassimo la quota detenuta da fondi di investimento esteri per conto di clienti italiani come detenuta, e decisa, sempre e comunque da un non-residente, allora le percentuali sarebbero rispettivamente 51,9% 35,7% e lo stimato 35%. Se facciamo il calcolo sul totale del debito pubblico e non sulla quota rappresentata da titoli, le percentuali (comprensive dei fondi) diventano 42,8% 29,7% e 29%. A parte l'esercizio matematico-estimatorio, resta che la quota di finanziatori esteri sul debito italiano è andata a ridursi diventando sempre più minoritaria.

Ogni operatore è caratterizzato da un certo grado di *Home Bias* (Feldstein Horioka 1980, Lewis 1994), cioè di propensione – a parità di altre condizioni – a relazionarsi preferibilmente con controparti dello stesso Paese d'origine; questo coinvolge anche le scelte di investimento e risparmio. L'economia comportamentale ci dice semplicemente che, dato lo stato di ignoranza, tendiamo ad affidarci a quel che si suppone “più vicino” a noi, e questo diventa maggiormente evidente in situazioni di stress. La corrente fase di crisi, incrementando l'incertezza su tutta la gamma di titoli disponibili, ha spinto a ritirare i capitali verso i Paesi d'origine: guardando all'Italia, la parte di finanziamento che resta “scoperta” dal ritiro dei capitali esteri viene direttamente recuperata dai capitali italiani in rientro – oltre che dall'obbligo “morale” delle banche a detenere debito domestico, spunto che si rafforzerà con Basilea III ed il suo trattamento di favore sulla sottoscrizione di debito domestico (Neri 2012).

Il vantaggio di tale situazione è che lo stesso *Home Bias* fa da freno rispetto agli stimoli all'abbandono della posizione assunta: se cresce il rischio sul titolo di Stato italiano, il detentore italiano avrà una soglia di “sopportazione” più elevata del detentore estero, da cui seguiranno minori tensioni (cioè minori problemi di sostenibilità del debito), e sarà anche meno sensibile alle turbolenze esterne. Uno stato di autarchia finanziaria implica una maggior sostenibilità del debito pubblico proprio perché sfrutta lo *Home Bias*. È chiaro che la questione diventa importante se si ragiona di un debito che si vuol mantenere più che ridurre, cioè se si esclude in partenza come soluzione il rafforzamento del debitore... ed è il caso italiano. Non stupisca allora che nel pubblico dibattito si senta “premere” per questa concentrazione del debito pubblico in mani italiane sull'esempio giapponese (lì siamo almeno al 90%).

Ma come sempre è in economia, ad un beneficio si accompagna un costo (non esistono pasti gratis, mai!). In questo caso l'autarchia finanziaria applicata al debito pubblico implica un risparmio nazionale veicolato nel bilancio pubblico e quindi non disponibile al settore privato; per evitare un ulteriore crollo della struttura produttiva privata diverrà necessario lasciar colonizzare l'economia privata dal capitale estero, da cui un *trade-off* politico tra crescita economica e controllo domestico dalle ben immaginabili conseguenze.

Oltretutto *Home Bias* non significa abdicazione delle ragioni economiche: oltre certe soglie di rischio ed oltre certi rendimenti alternativi niente potrebbe trattenere i capitali dal cercare destinazioni diverse, e si torna punto e da capo. In altre parole l'autarchia finanziaria, se lo è, è una soluzione solo di breve termine, che la politica può certamente sfruttare finché si presenta in via “naturale” ma dovrebbe ben guardarsi dall'incentivare per evitare problemi più gravi in un futuro nemmeno molto lontano.

Leonardo Baggiani

Bibliografia

Baggiani Leonardo “*Autarchia Finanziaria*”, IdeasHaveConsequences.org

(<http://ideashaveconsequences.org/autarchia-finanziaria/leo>)

Banca Centrale Europea (2013) “*Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 28 dicembre 2012*”, comunicato stampa 02/01/2013.

Banca d'Italia (2013) “*Supplementi al Bollettino Statistico – Finanza pubblica, fabbisogno e debito*” Nuova serie anno XXIII – 14 gennaio 2013 n.4.

Felstein M., Horioka C. (1980) “*Domestic Savings and International Capital Flows*” Economic Journal n.90.

Lewis Karen K. (1994) “*Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption*”, Journal of Economic Literature XXXVII pp.571-608.

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

Neri Massimiliano “*The Unintended Consequences of the Basel III Liquidity Risk Regulation*”, OMMA, Centro de Estudios Superiores, Universidad Rey Juan Carlos (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2096821)

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 tenuto presso la Banca Centrale, in cui le banche commerciali possono depositare la propria liquidità. Nato come strumento di politica monetaria e di gestione della liquidità in eccesso, costituisce ormai per le banche commerciali una forma di impiego a rischio nullo alternativa alle forme classiche di impiego. Il conto è attualmente remunerato al tasso ufficiale di rifinanziamento (REFI, oggi allo 0,75%) meno lo 0,75%, quindi ha rendimento nullo.

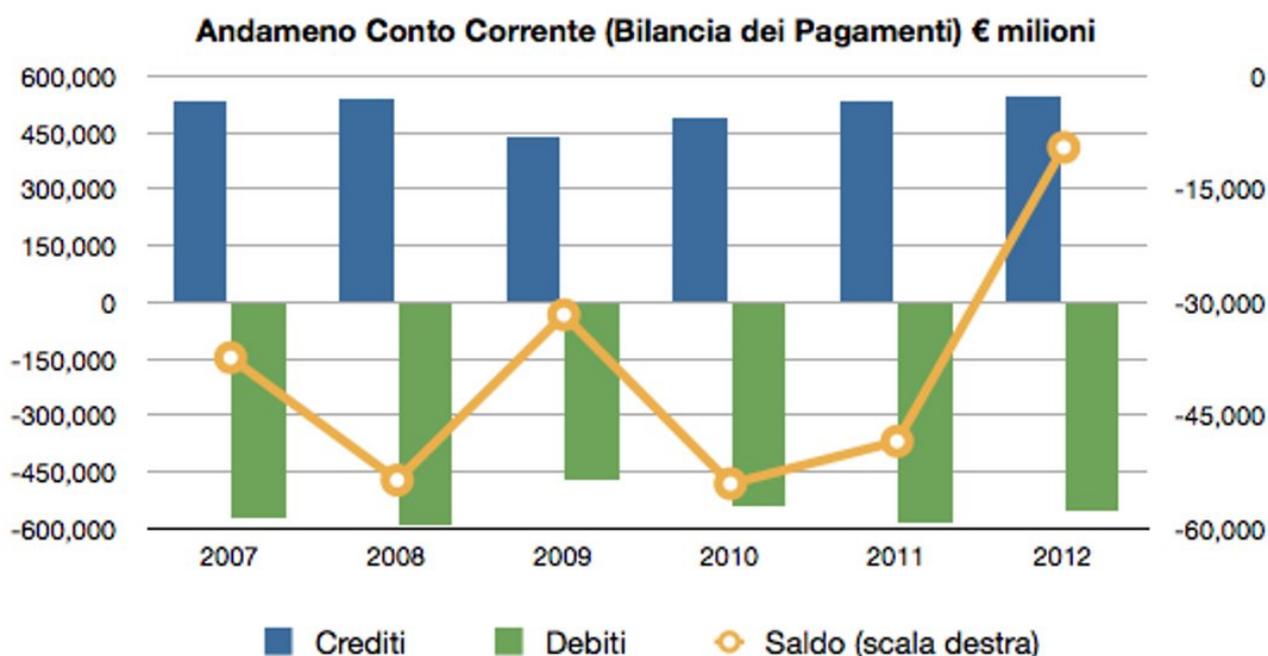
Emergency Liquidity Assistance (ELA): in aggiunta ai consueti canali di finanziamento della BCE alle banche commerciali, ogni singola Banca Centrale nazionale può concedere una propria linea di finanziamento aggiuntiva, solitamente dietro garanzie di qualità peggiore rispetto a quanto altrimenti richiesto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

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

Il commento di Andrew Lawford

Italia, competitività ed energia

La **Figura 1** evidenzia l'andamento del conto corrente italiano, ovvero quella parte della bilancia dei pagamenti riferita ai flussi commerciali (i crediti sono le esportazioni, mentre i debiti sono le importazioni). È estremamente importante considerare i trend in questi dati in quanto rappresentano i flussi dell'economia reale, ovvero la capacità del Paese di fare fronte al fabbisogno di importazioni attraverso lo scambio di beni e servizi. Va ricordato che qualsiasi avanzo o disavanzo nel conto corrente deve essere bilanciato necessariamente da un flusso del segno opposto nel conto capitale. Questo significa che un disavanzo di 10 miliardi di euro a livello commerciale (differenza tra quanto esportato e quanto importato) verrà necessariamente bilanciato attraverso un flusso netto positivo nel conto capitale. I flussi in conto capitale sono, di fatto, degli investimenti provenienti dall'estero e possono subire delle fluttuazioni notevoli a seconda del sentimento del mercato verso il paese in questione. Un surplus nel conto corrente significa che il paese è un esportatore di capitale, il che lo rende molto meno vulnerabile agli umori del mercato in quel momento.



*Figura 1: Andamento conto corrente (bilancia dei pagamenti) 2007 - 2012
Fonte: Elaborazione su dati Banca d'Italia*

La cosa positiva da notare nella **Figura 1** è che il saldo, seppur restando negativo, è migliorato notevolmente nel 2012 rispetto ai 5 anni precedenti (-9,5 miliardi di euro circa nel 2012). La notizia ancora più importante è che questa diminuzione del saldo negativo è avvenuta non soltanto grazie a un calo delle importazioni, ma anche a causa di un aumento delle esportazioni, un segno che l'Italia, malgrado la crisi e le difficoltà competitive, è stata in grado di offrire beni e servizi desiderati da altri paesi nel mondo.

In uno studio recente della Banca d'Italia (si vedano i riferimenti nella bibliografia), vengono analizzate diverse criticità per il sistema produttivo italiano, molte delle quali sono ben note:

- La necessità delle imprese di concentrarsi sulla produzione ad alto valore aggiunto (non si può competere quando la produzione è troppo intensiva a livello di mano d'opera poco qualificata);
- Il basso investimento in Ricerca & Sviluppo rispetto alla media UE (1,3% del Pil nel 2010 per l'Italia - il 2% in media per l'UE e picchi di 3,9, 3,4 e 2,8% rispettivamente in Finlandia, Svezia e Germania) - si veda la **Figura 2**;
- La difficoltà di fare impresa in Italia (è all'87° posto nella classifica della facilità di fare impresa redatta dalla Banca Mondiale);
- L'alta pressione fiscale (si veda la **Figura 3**);
- Il fatto che l'impresa media in Italia è del 40% più piccola rispetto alla media UE, il che accentua i problemi identificati ai punti precedenti. (La dimensione media di un'azienda italiana è di 4 addetti - le imprese attive (4,5 milioni) hanno per il 95% meno di 10 dipendenti. L'effetto è parzialmente compensato dai distretti industriali - ISTAT - dati 2009);
- Il costo dell'energia in Italia è eccessivo a causa delle imposte che sono del 40% più alte rispetto alla media europea. Si veda la **Figura 4**.

Vale la pena soffermarsi sull'argomento dell'energia perché è probabilmente il singolo fattore più importante per l'attività economica italiana (e mondiale) e perché le difficoltà che potrebbero nascere dallo scenario energetico futuro metterà a fuoco la necessità di agire sui fattori che sono direttamente sotto il nostro controllo (tutti gli altri punti sull'elenco sopra).

L'Unione Petrolifera ha annunciato che il 2011 è stato un record in termini di costi complessivi per l'energia, giunti a 63 miliardi di euro nel 2011 (+19% rispetto al 2010). Questa cifra ammonta a circa il 4% del Pil italiano e, come sarà evidente dalla **Figura 4**, questa energia viene quasi interamente importata e rappresenta circa il 10% delle importazioni totali.

La situazione potrebbe non sembrare così preoccupante, con solo il 4% del Pil dedicato alla spesa energetica. Ma consideriamo un documento pubblicato recentemente dal Gruppo Tullett Prebon in cui si evidenzia il trend allarmante nell'EROEI (*Energy Return on Energy Invested*, ovvero la resa energetica netta dall'attività di estrazione e/o produzione energetica) a livello mondiale - si veda la **Figura 5**. Con la grande diffusione dell'energia proveniente dal petrolio negli anni '30, l'EROEI era elevatissima: 100:1.

Spesa in ricerca e sviluppo nel 2010*
(in percentuale del PIL)

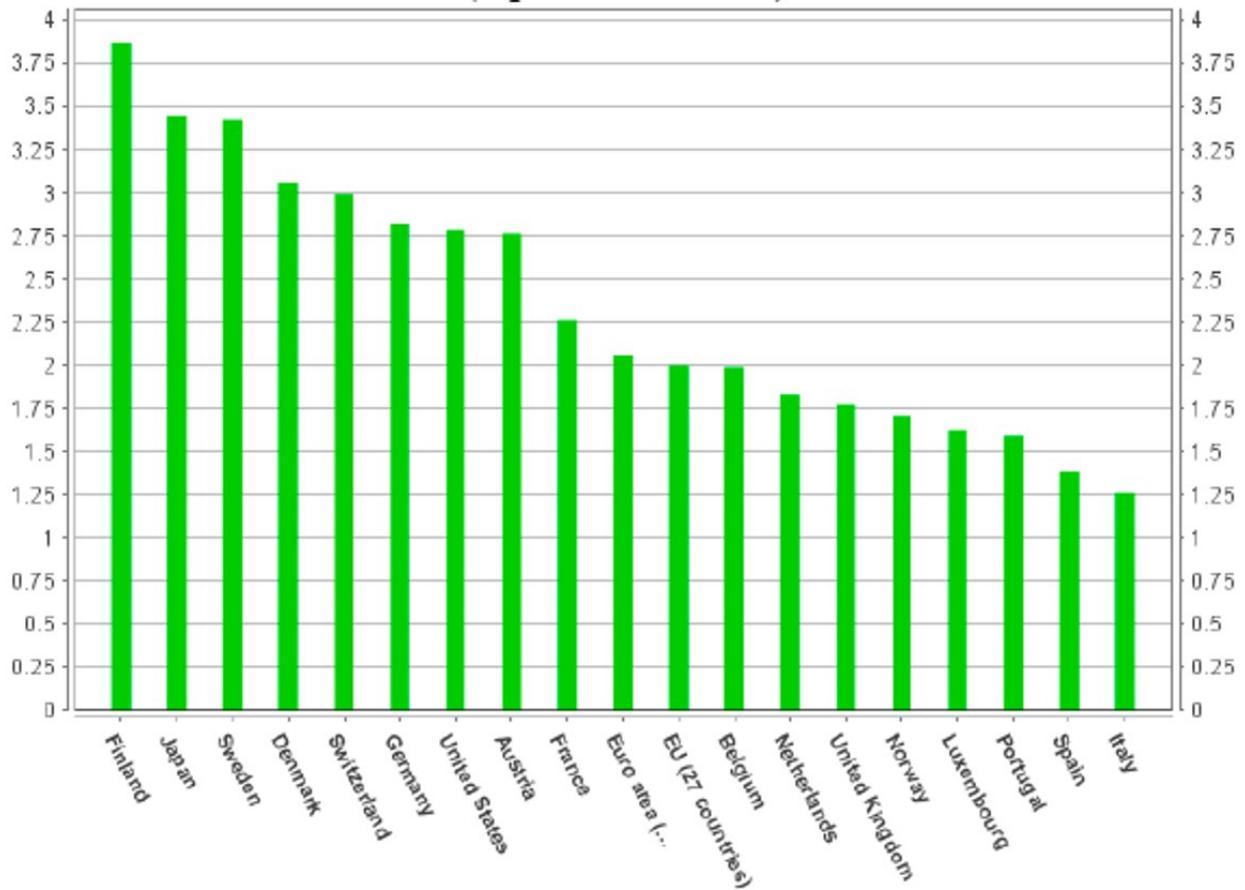


Figura 2: Spesa per ricerca e sviluppo 2010
Fonte: Banca d'Italia

L'incidenza delle entrate fiscali sul PIL

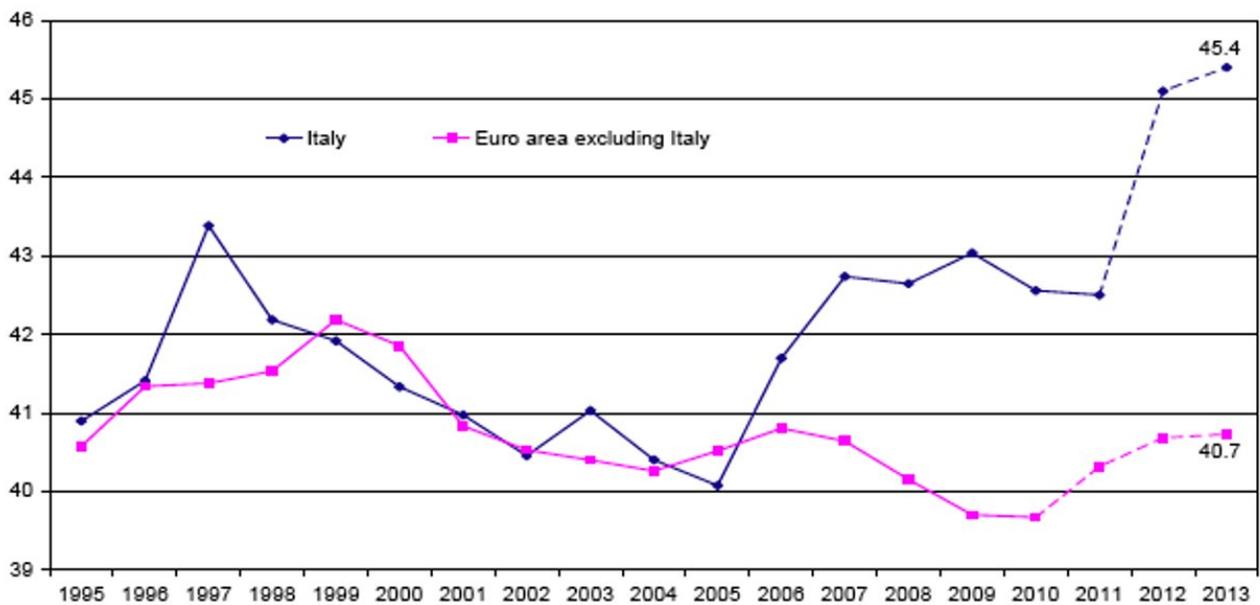


Figura 3: Pressione fiscale italiano e UE (ex-Italia)
Fonte: Banca d'Italia

Il saldo delle merci dell'Italia (in percentuale del PIL)

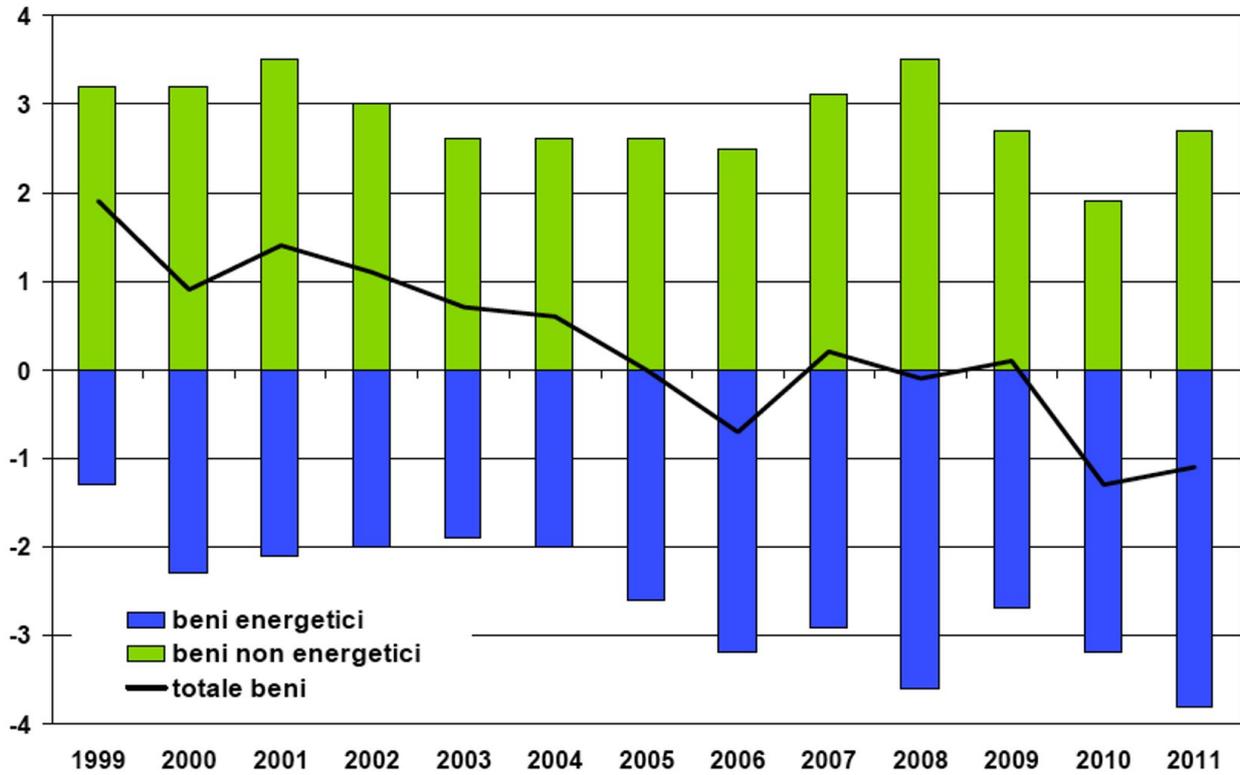


Figura 4: Saldo delle merci, diviso per beni energetici e non - 1999 - 2011
Fonte: Banca d'Italia

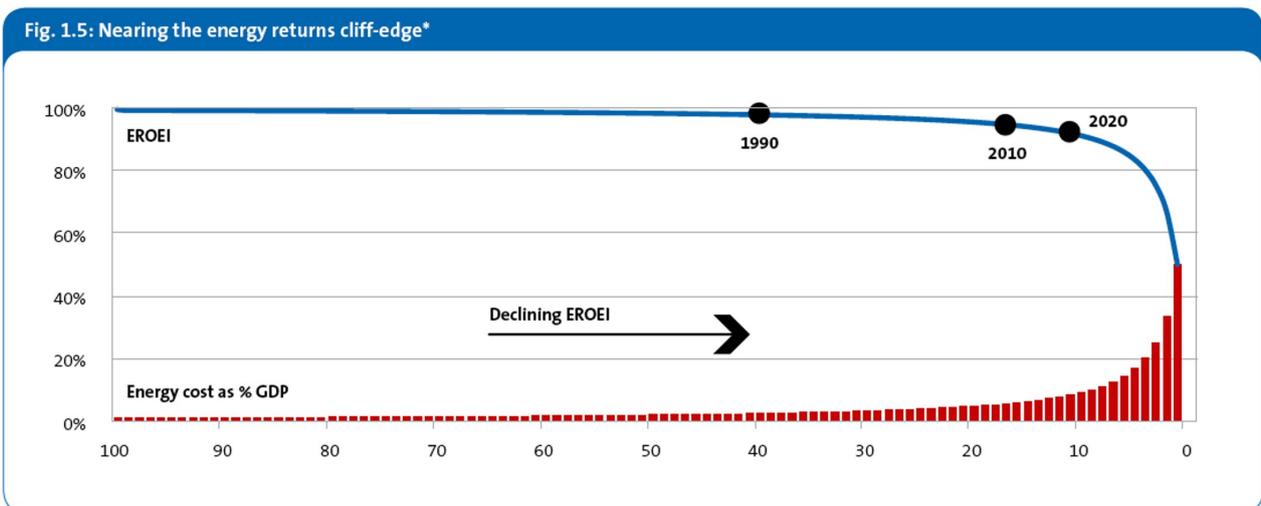


Figura 5: Il declino dell'EROEI
Fonte: Tullett Prebon

Negli anni '90, questo rapporto è sceso fino a 40:1, mentre si stima un livello di 17:1 per il 2010. Le previsioni per il 2020 parlano di un rapporto di 10:1, un fenomeno che, secondo le previsioni Tullett Prebon, potrebbe spingere i costi energetici al rialzo del 50% in termini reali.

In termini semplici, il rapporto di 50:1 implica che il “costo” energetico per la produzione dell'energia è pari all'1,96% ($1 \div 51$), mentre il rapporto a 10:1 significa un costo energetico del 9,1% ($1 \div 11$). Per quanto si parli della nuova produzione proveniente dall'olio e dal gas di scisto negli USA, bisogna riconoscere che l'EROEI sarà in forte calo da adesso in poi. La conclusione è che la quota energetica impegnata nella produzione dell'energia stessa sarà più elevata, lasciando meno energia per le altre attività economiche. Questa è una realtà economica a cui va incontro il mondo.

L'Italia ha un'economia basata sull'utilizzo di materie prime per la trasformazione in prodotti e servizi ad alto valore aggiunto. Con uno scenario energetico sempre più difficile a livello di costi, il Paese dovrà agire con molta più decisione su quelle variabili che si possono influenzare; se non lo si fa, il rischio di un vero crollo dell'attività industriale nel Bel Paese si farà sempre più pressante.

Andrew Lawford

Bibliografia

Rita Pistacchio, *Il Quadro Petrolifero in Italia nel 2011*, Unione Petrolifera, marzo 2012.

Camera dei Deputati, *Indagine conoscitiva sulle caratteristiche e sullo sviluppo del sistema industriale, delle imprese pubbliche e del settore energetico. Testimonianza del Direttore Centrale per la Ricerca economica e le Relazioni internazionali della Banca d'Italia - Daniele Franco*, Settembre 2012.

Tim Morgan, *Perfect Storm - Energy, Finance and the end of Growth*, Tullett Prebon Strategy Insights, Issue 9, January 2013

Conclusioni

Giunge qui a conclusione il nono Osservatorio sui dati economici italiani, un appuntamento ormai fisso e un impegno, per noi che lo prepariamo, a presentare sempre più dati e a fornire le chiavi per comprendere e anticipare l'evoluzione di una crisi che ci accompagna da un lustro e che non accenna a diminuire.

In questo numero abbiamo cercato di investigare se il livello del debito dopo aver raggiunto il record storico di 2.020 miliardi e ritiratosi a 1.988 fosse prossimo a una fase di miglioramento dei conti pubblici.

Leggendo il rapporto sarà possibile trovare luci e ombre, che ancora non ci consentono di sciogliere la prognosi, dato che non abbiamo trovato prove inequivocabili di stabilizzazione dei conti pubblici.

Preziosa ancora una volta l'opera di Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford che attraverso le pagine degli approfondimenti sono riusciti a fornire una visione di più ampio respiro a questo Osservatorio.

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

- 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*
- Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB' Outlook Negative*, 8 febbraio 2013
- Fitch, *Debt Limit Suspension Removes Near-Term Risk to U.S. 'AAA'*, 28 gennaio 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades Cyprus to 'B' Outlook Negative*, 25 gennaio 2013
- Fitch, *Fitch Affirms France at 'AAA' Outlook Negative*, 14 dicembre 2012
- Fitch, *Fitch Affirms Italy at 'A-' Outlook Negative*, 14 dicembre 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, *World Economic Outlook – Gradual Upturn in Global Growth During 2013*, 23 gennaio 2013
- International Monetary Found, *Italy 2012 Article IV Consultation*, luglio 2012
- International Monetary Found, *Global Financial Stability Report – Restoring Confidence and Progressing on Reforms*, ottobre 2012
- International Monetary Found, *World Economic Outlook – Coping with High Debt and Sluggish Growth*, ottobre 2012
- International Monetary Found, *Concluding Statement of the IMF Mission*, 16 maggio 2012
- Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*, 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*, 14 febbraio 2013
- I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*
- Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.*, 20 novembre 2012
- Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia economia a metà 2012*, 10 settembre 2012
- Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.*, 11 giugno 2012
- Maurizio Mazziero, Leonardo Baggiani, Silvano Fait, Andrew Lawford, *Italia 2011: un anno di sofferenza*, 18 febbraio 2012

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

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

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

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

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *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 Aprile 2012*, 5 giugno 2012

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

Moody's, *Moody's downgrades ESM to Aa1 from Aaa and EFSF to (P)Aa1 from (P)Aaa, maintains negative outlook on ratings*, 30 novembre 2012

Moody's, *Moody's downgrades France's government bond rating to Aa1 from AAA, maintains negative outlook*, 19 novembre 2012

Ocse, *OECD Economic Outlook*, novembre 2012

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

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

Standard & Poor's, *Greece Ratings lowered to SD*, 5 dicembre 2012

Standard & Poor's, *Greece Ratings raised to B-/B from Selective Default on completion of debt buyback; outlook stable*, 18 dicembre 2012

Standard & Poor's, *Ratings on France affirmed at AA+/A-1+ on commitment to budgetary and structural reforms; outlook negative*, 23 novembre 2012

Standard & Poor's, *Outlook On United Kingdom Revised To Negative; 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed*, 5 dicembre 2012

Quaderno di Ricerca

Italia: economia a fine 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, 18 febbraio 2013

Altri articoli e studi sono disponibili ai siti:

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

<http://ideashaveconsequences.org/>

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

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