

# Quaderno di Ricerca

## Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co. *Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

MAZZIERO RESEARCH  
Copyright ©2013 – Tutti i diritti riservati

### Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 5
I contributi per la stabilità	Pag. 7
Le entrate e le uscite	Pag. 8
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 10
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 17
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 18
L'inflazione	Pag. 21
La disoccupazione	Pag. 23
Approfondimenti	Pag. 24
<i>Il focus di IdeasHaveConsequences.org</i>	Pag. 24
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 31
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 37
Conclusioni	Pag. 41
Bibliografia	Pag. 42

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

#### **Estratto:**

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

#### **Abstract:**

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

#### Autori

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

## Introduzione

L'Osservatorio che state sfogliando è il XII numero della serie; per dodici trimestri la Mazziere Research ha indagato, ricercato e analizzato i dettagli dei conti pubblici per tentare di cogliere in anticipo i segnali di una ripresa dalla crisi mondiale iniziata nel 2008.

Trimestre dopo trimestre abbiamo sentito taluni dire che la crisi da noi sarebbe stata differente, che ne saremmo usciti prima e meglio, che si vedeva ormai la luce in fondo al tunnel.

Nonostante i cambi al timone della nave Italia numerose sono state le riforme promesse, molto meno quelle attuate e talvolta quelle varate si sono rivelate un rimedio peggiore del male.

In questi Osservatori abbiamo riportato, nel modo più oggettivo possibile, quanto accadeva e come la nostra Italia reagiva attraverso i dati economici ufficiali.

Dopo tre anni possiamo dire senza tema di smentite che il declino è diventato sempre più acuto, minando alla radice i gangli vitali della società e generando una profonda sfiducia nei confronti della classe politica.

Il nostro sforzo è quello di continuare ad osservare l'economia di questo paese, attraverso questo Quaderno di Ricerca che resta liberamente disponibile e che può essere ripreso da chiunque citandone la fonte.

Due le importanti novità da questo numero:

- L'attribuzione dal Centro Italiano ISSN del CNR del numero ISSN che identifica internazionalmente in modo univoco le pubblicazioni periodiche.
- L'inclusione di una nuova prestigiosa firma nella sezione degli Approfondimenti: Gabriele Serafini, che si affianca agli altrettanto prestigiosi Leonardo Baggiani, Silvano Fait e Andrew Lawford; a tutti loro va il mio più sincero ringraziamento.

*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	CCC-	Negativo	B-	Negativo	Caa3	Negativo	NA	NA
Croazia	BB+	Negativo	BB+	Stabile	Ba1	Stabile	BBB-	Negativo
Danimarca	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Estonia	AA-	Negativo	A+	Stabile	A1	Stabile	A	Stabile
Finlandia	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Negativo
Francia	AA	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Negativo	A+	Negativo
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Stabile
Grecia	B-	Stabile	B-	Stabile	C	NA	CC	Negativo
Irlanda	BBB+	Negativo	BBB+	Negativo	Ba1	Negativo	BBB	Negativo
Italia	BBB	Negativo	BBB+	Negativo	Baa2	Negativo	BBB	Negativo
Lussemburgo	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AAA	Stabile
Malta	A-	Negativo	A+	Stabile	A3	Negativo	A-	Negativo
Norvegia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Olanda	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Negativo
Portogallo	BB	Negativo	BB+	Negativo	Ba3	Stabile	BB	Negativo
Regno Unito	AAA	Negativo	AA+	Stabile	Aa1	Negativo	A+	Negativo
Slovacchia	A	Stabile	A	Stabile	A2	Stabile	NA	NA
Slovenia	A+	Negativo	BBB+	Negativo	Ba1	Negativo	NA	NA
Spagna	BBB-	Negativo	BBB	Stabile	Baa3	Negativo	A	Negativo
Stati Uniti	AA+	Stabile	AAA	In revisione	Aaa	Negativo	A-	Negativo
Svezia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile

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

## I fatti

- 3 giugno 2013, Fitch declassa Cipro da B a B-, outlook negativo.
- 5 luglio 2013, S&P modifica l'outlook del Portogallo da stabile a negativo.
- 9 luglio 2013, S&P declassa l'Italia da BBB+ a BBB, outlook negativo.
- 12 luglio 2013, Fitch declassa la Francia da AAA ad AA+, outlook stabile.
- 15 luglio 2013, Fitch declassa l'EFSF da AAA ad AA+.
- 18 luglio 2013, Moody's modifica l'outlook degli Stati Uniti da stabile a negativo.
- 2 agosto 2013, S&P modifica l'outlook della Croazia da stabile a negativo.
- 4 settembre 2013, Dagong declassa il Portogallo da BB+ a BB, outlook negativo.
- 13 settembre 2013, Dagong modifica l'outlook dell'Olanda da stabile a negativo.
- 20 settembre 2013, Fitch declassa la Croazia da BBB- a BB+, outlook stabile.
- 15 ottobre 2013, Fitch pone sotto osservazione il rating USA per una possibile revisione negativa dell'outlook.
- 15 ottobre 2013, Dagong declassa gli Stati Uniti da A ad A-, outlook negativo
- 25 ottobre 2013, Fitch conferma l'Italia a BBB+ con outlook negativo
- 1 novembre 2013, Fitch migliora l'outlook della Spagna da negativo a stabile.
- 8 novembre 2013, S&P declassa la Francia da AA+ ad AA, outlook stabile.
- 8 novembre 2013, Moody's modifica l'outlook del Portogallo da negativo a stabile.

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

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

## **Il commento**

Se il terzo trimestre ha mostrato una continuazione della tendenza di peggioramento dei rating da parte delle agenzie, che ormai si muovono in ordine sparso, il quarto trimestre in corso sta mostrando alcuni segnali interessanti. Vediamo di seguito un breve sommario per punti:

- Luglio: peggioramento della valutazione di Italia e Portogallo.
- Luglio: declassamento del rating della Francia e conseguente declassamento del meccanismo di salvataggio comunitario EFSF.
- Ottobre: declassamento degli Stati Uniti da parte dei cinesi di Dagong.
- Ottobre: conferma rating italiano.
- Novembre: declassamento Francia, miglioramento outlook spagnolo e portoghese.

In pratica sembra che vi sia un deterioramento delle economie finora reputate più solide, mentre per i paesi periferici sembrerebbe perlomeno arrestarsi il peggioramento delle condizioni; questo perlomeno secondo il giudizio delle agenzie di rating, che in passato va ricordato non hanno certo brillato per obiettività.

## Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2012		2013	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
<b>Gennaio</b>	1.943.349	36.612	2.022.719	34.341
<b>Febbraio</b>	1.936.240	-7.109	2.017.615	-5.104
<b>Marzo</b>	1.954.489	18.249	2.034.725	17.110
<b>Aprile</b>	1.957.411	2.922	2.041.284	6.559
<b>Maggio</b>	1.974.718	17.307	2.074.558	33.274
<b>Giugno</b>	1.982.230	7.512	2.075.117	559
<b>Luglio</b>	1.977.485	-4.745	2.072.863	-2.254
<b>Agosto</b>	1.975.632	-1.853	2.060.005	-12.858
<b>Settembre</b>	1.995.143	19.511	2.068.565	8.560
<b>Ottobre</b>	2.014.693	19.550		
<b>Novembre</b>	2.020.668	5.975		
<b>Dicembre</b>	1.988.363	-32.305		
<b>Incremento</b>		<b>81.626</b>		<b>80.187</b>

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

### I fatti

- Debito a fine settembre 2013: 2.068,6 miliardi, 6,5 miliardi al di sotto del massimo storico.
- L'incremento del debito da inizio 2013 è di 80 miliardi.
- L'incremento del debito nei primi 9 mesi del 2013 è poco al di sotto all'aumento del debito dell'intero 2012.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente al 30 aprile 2013, è di 34.607 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 768 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 59,08%, il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 28,80%.

### Il commento

Il debito pubblico resta ancora sostenuto e, pur trovandosi attualmente al di sotto del massimo storico di 2.075 miliardi raggiunto a giugno, non si vedono ancora segni tangibili di inversione di rotta; anzi come evidenziato nel box di seguito le nostre stime prevedono un nuovo massimo che verrà raggiunto il mese prossimo a 2.089 miliardi.

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

Secondo le stime Mazziere Research il debito pubblico potrebbe segnare un nuovo massimo storico nella rilevazione di ottobre con un incremento di 20-21 miliardi che lo porterebbe a circa 2.089 miliardi.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflazione
<b>Anno 2000</b>	1.300.341			2,60%
<b>Anno 2001</b>	1.358.333	57.993	4,46%	2,70%
<b>Anno 2002</b>	1.368.512	10.179	0,75%	2,40%
<b>Anno 2003</b>	1.393.495	24.984	1,83%	2,50%
<b>Anno 2004</b>	1.444.604	51.108	3,67%	2,00%
<b>Anno 2005</b>	1.512.779	68.176	4,72%	1,70%
<b>Anno 2006</b>	1.582.009	69.230	4,58%	2,00%
<b>Anno 2007</b>	1.598.971	16.963	1,07%	1,70%
<b>Anno 2008</b>	1.663.452	64.481	4,03%	3,20%
<b>Anno 2009</b>	1.761.229	97.777	5,88%	0,70%
<b>Anno 2010</b>	1.851.217	89.988	5,11%	1,60%
<b>Anno 2011</b>	1.906.737	55.520	3,00%	2,70%
<b>Anno 2012</b>	1.988.363	81.626	4,28%	3,00%
<b>1 Trim. 2013</b>	2.034.725	46.362	2,33%	
<b>2 Trim. 2013</b>	2.075.117	40.392	1,99%	
<b>3 Trim. 2013</b>	2.068.565	- 6.552	-0,32%	
<b>Incremento</b>		<b>768.224</b>	<b>59,08%</b>	<b>28,80%</b>

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 3 trim. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La **Tabella 4** mostra la progressione del debito pubblico a partire dall'anno 2000; come abbiamo spesso evidenziato si è avuto un raddoppio del debito nel corso degli ultimi nove anni, passando da 1.300 a 2.068 miliardi con un incremento di 768 miliardi. Poiché il debito pubblico viene espresso in termini reali, cioè al lordo dell'inflazione, può essere utile raffrontarlo con l'aumento dell'inflazione nello stesso periodo; l'inflazione è aumentata del 28,80% da inizio 2000, mentre il debito è aumentato più del doppio 59,08%. Ovviamente non può essere imputato all'inflazione l'incremento del debito pubblico.

La **Tabella 3**, nella pagina precedente, riporta il dato del debito pubblico e la sua progressione mensile negli anni 2012 e 2013; si segnalano in particolare i forti aumenti nei mesi di gennaio e maggio dell'anno in corso, ben superiori ai 30 miliardi in un solo mese, anche il mese di marzo può essere considerato fra i mesi peggiori con un incremento di oltre 17 miliardi.

## I contributi per la stabilità

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

(Milioni di Euro)	Prestiti bilaterali	Contributi EFSF	Contributi ESM	Totale
Anno 2010	3.909			3.909
Anno 2011	8.498	3.110		11.608
Anno 2012	10.007	26.925	5.732	42.664
3 Trim. 2013	10.008	32.905	8.599	51.512

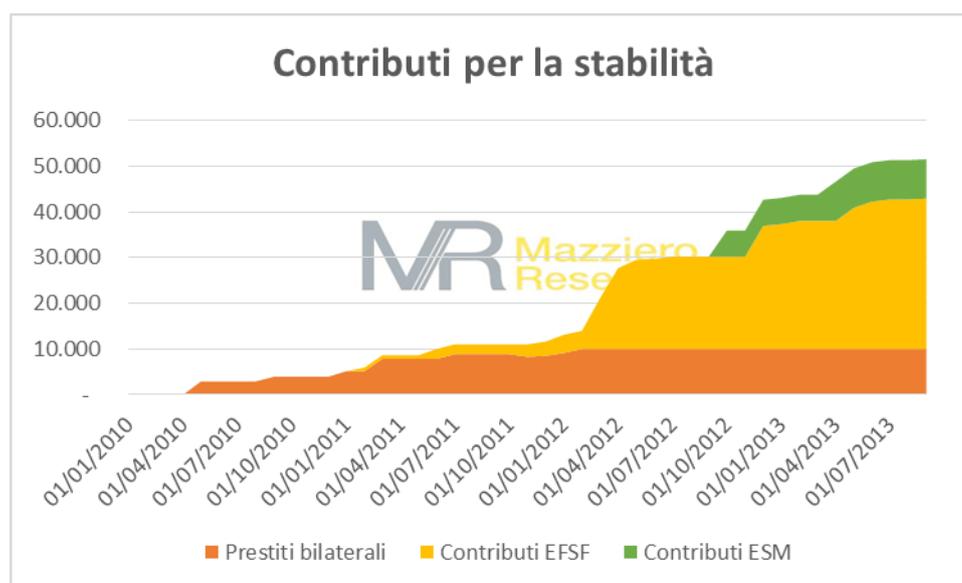
*Tabella 5: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino al 3 trim. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

**Prestiti bilaterali:** sono prestiti effettuati dall'Italia direttamente alla Grecia.

**Contributi EFSF:** versamenti al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

**Contributi ESM:** versamenti al Meccanismo Europeo di Stabilità, sostituirà a regime l'EFSF.

La **Figura 1** mostra la progressione dei prestiti e dei contributi versati dall'Italia a partire dal 2010; la cifra complessiva ha ormai superato i 51,5 miliardi di euro.



*Figura 1: Progressione contributi versati dall'Italia sino al 3 trim. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2012			2013		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
<b>Gennaio</b>	31.808	20.658	11.150	32.034	18.122	13.912
<b>Febbraio</b>	27.784	33.632	-5.848	29.140	40.383	-11.243
<b>Marzo</b>	28.729	43.038	-14.309	30.022	46.050	-16.028
<b>Aprile</b>	29.791	36.410	-6.619	32.993	46.978	-13.985
<b>Maggio</b>	37.475	53.901	-16.426	33.436	30.389	3.047
<b>Giugno</b>	41.047	29.178	11.869	50.759	58.801	-8.042
<b>Luglio</b>	43.413	54.115	-10.702	38.415	54.501	-16.086
<b>Agosto</b>	37.152	28.421	8.731	33.764	28.444	5.320
<b>Settembre</b>	23.915	25.131	-1.216	23.503	13.816	9.687
<b>Ottobre</b>	32.718	37.369	-4.651			
<b>Novembre</b>	39.461	75.105	-35.644			
<b>Dicembre</b>	79.725	73.131	6.594			
<b>Incremento</b>	<b>453.018</b>	<b>510.089</b>	<b>-57.071</b>	<b>304.066</b>	<b>337.484</b>	<b>-33.418</b>

Tabella 6: Andamento entrate e uscite statali dal 2012 al 3 trim. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Nei primi 9 mesi del 2013 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 33,4 miliardi.
- Il disavanzo nel 2012 era stato di 57,07 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi del 2013 è stata di 33,8 miliardi
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi del 2012 è stata di 33,5 miliardi
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi del 2013 è stata di 37,5 miliardi
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi del 2012 è stata di 36,1 miliardi
- Le entrate tributarie nei primi 9 mesi del 2013 sono rimaste pressoché invariate (-0,3%) rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente (Fonte MEF)

### Il commento

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

Dall'analisi degli andamenti medi è possibile riscontrare che nei primi 9 mesi del 2013 la media mensile delle entrate è leggermente aumentata rispetto al medesimo periodo del 2012, ma con un aumento ben superiore della media delle uscite.

Nella **Tabella 7** viene riportato lo scostamento tra la media delle entrate e delle uscite mensili e come si può notare ne risulta una differenza negativa di circa 1 miliardo, il che dimostra come le uscite stiano aumentando a un ritmo maggiore rispetto alle entrate.

Entrate	Uscite	Differenza
328	1.444	-1.116

Tabella 7: Scostamento su media entrate e uscite mensili nei primi 9 mesi 2012 e 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Analizzando più in dettaglio la composizione delle entrate tributarie, si può osservare che il gettito nei primi 9 mesi del 2013 risulta sostanzialmente invariato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (-0,3%).

A questo risultato si arriva tramite un aumento complessivo del 2,1% delle imposte dirette, con una crescita delle ritenute sui redditi dei dipendenti del settore pubblico (+1,8%) e sulle imposte alle aziende (+5,0%).

Tra le altre imposte dirette, si registra un incremento dell'imposta sostitutiva su ritenute, interessi e altri redditi di capitale pari a +17,8% (+1.160 milioni di euro), dell'imposta sostitutiva sui redditi di capitale e sulle plusvalenze (+890 milioni di euro) e dell'imposta sostitutiva sulle riserve matematiche dei rami vita (+843 milioni di euro).

Calano invece le imposte indirette (-3,0%), in particolare troviamo una flessione del 4,7% del gettito Iva (-3,7 miliardi).

È evidente come un eccesso di tassazione sulle imposte dirette vada a scapito dei consumi e quindi delle imposte indirette; una tendenza che si muove esattamente all'opposto delle prescrizioni comunitarie che da tempo hanno suggerito di spostare gradualmente gli introiti tributari dai redditi ai consumi.

#### Evoluzione delle entrate e delle uscite nei prossimi 4 anni

Secondo la Nota di aggiornamento del DEF del 20 settembre la spesa pubblica è destinata ad aumentare nei prossimi 4 anni al ritmo di 12 miliardi l'anno, 7 di questi sono derivanti dalla spesa pensionistica, mentre 2 miliardi l'anno è l'aumento della spesa sanitaria.

Sul lato delle entrate vi dovrebbe essere una crescita di circa 22 miliardi l'anno, 15 di queste derivanti da entrate tributarie e 6 da entrate contributive.

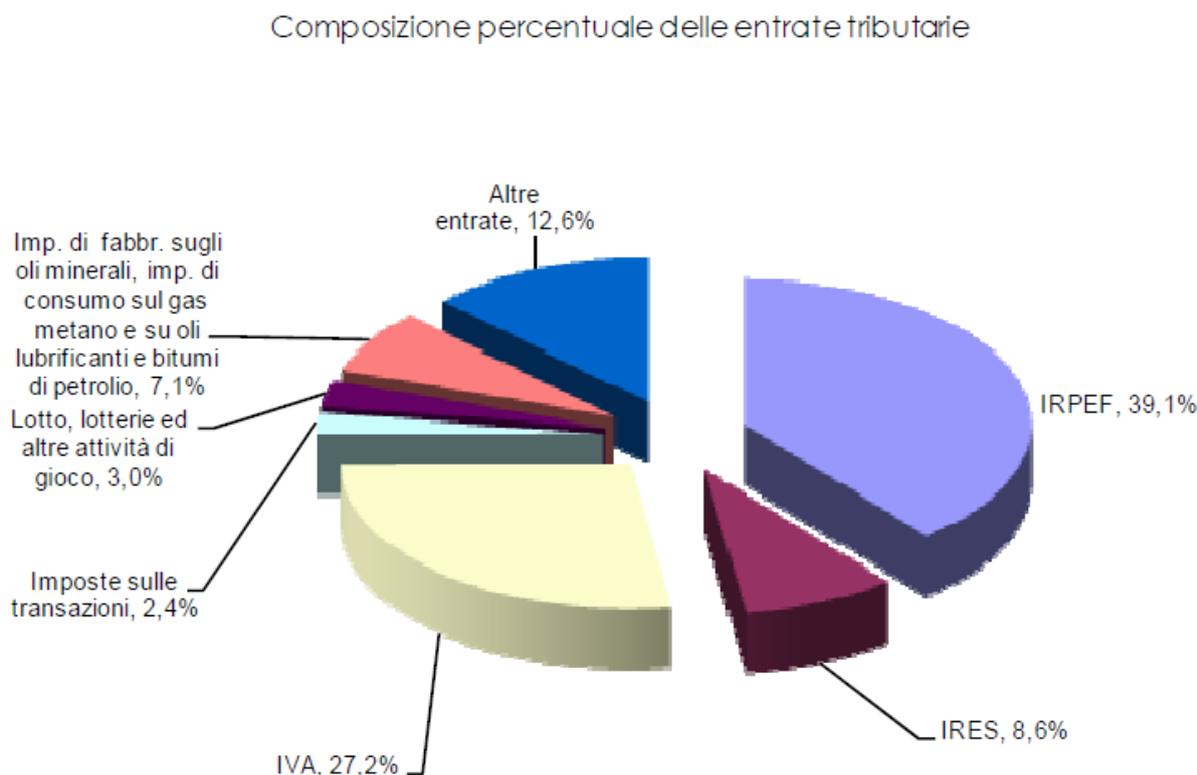


Figura 2: Composizione delle entrate tributarie nei primi 9 mesi del 2013  
(Fonte: Ministero Economia e Finanza)

## Lo stock di Titoli di Stato

(Milioni di Euro)	Titoli di Stato	Vita residua	Interessi passivi	Tasso Medio
Anno 2006	1.256.946	6,77	68.578	5,46%
Anno 2007	1.288.578	6,85	77.126	5,99%
Anno 2008	1.356.207	6,82	81.161	5,98%
Anno 2009	1.446.133	7,07	71.288	4,93%
Anno 2010	1.526.334	7,20	65.952	4,32%
Anno 2011	1.586.741	6,99	72.734	4,58%
Anno 2012	1.638.724	6,62	77.815	4,75%
3 Trim. 2013	1.723.761	6,44	NA	NA
Ottobre 2013	1.744.721	6,36	NA	NA

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

### I fatti

- Circolante titoli di Stato a ottobre 2013 pari a 1.745 miliardi, massimo storico.
- Circolante titoli di Stato a settembre 2013 pari a 1.724 miliardi.
- Vita media residua a 6,36 anni, minimo da almeno 7 anni.
- Tassi di interesse medi a ottobre: BOT 0,83%, BTP 3,79%, CCT 2,02%.

### Il commento

Sul circolante dei titoli di Stato ci troviamo di fronte a un record storico 1.745 miliardi, la differenza rispetto al circolante alla fine del 2012 è di 105 miliardi, ciò significa che le nuove emissioni hanno ecceduto il rinnovo dei vecchi titoli di ben 105 miliardi.

Il debito non è cresciuto di un ammontare simile, ma solo, si fa per dire, di 80 mld; da 1.988 a 2.068 mld.

È abbastanza probabile che questo incremento di emissioni sia stato causato anche dal pagamento dei debiti delle pubbliche amministrazioni verso le aziende private, e questo spiega in modo abbastanza inequivocabile come le aziende abbiano sinora svolto la funzione di finanziatori a basso costo del debito dello Stato.

Del pagamento dei debiti mediante nuove emissioni se ne aveva avuta la chiara percezione il 10 settembre scorso, quando la commissione Bilancio del Senato aveva approvato un emendamento del governo che aumentava a 98 miliardi di euro da 80 miliardi l'importo massimo delle emissioni nette del Tesoro per il 2013. Questa notizia era stata da noi già anticipata nel precedente Osservatorio grazie a un'indiscrezione trapelata da Reuters.

Quindi il tetto delle nuove emissioni veniva alzato di 18 miliardi principalmente per permettere il pagamento dei debiti della pubblica amministrazione e la medesima somma veniva resa disponibile per sanare tali debiti (si veda la **Figura 3** tratta dal sito [MEF](#)). Sappiamo che la somma che dovrebbe essere erogata nel 2013 è ben superiore, dovendosi aggirare tra i 20 e i 22 miliardi, e siamo consci che il nostro abbinamento possa apparire abbastanza semplicistico, ma allo stesso tempo ci sembra rilevante segnalare questa strana coincidenza tra le somme rese disponibili per pagare i debiti e le nuove emissioni di titoli.



Aggiornamento del 28 ottobre 2013



*Figura 3: Pagamento debiti della PA ai creditori  
(Fonte: MEF Dipartimento del Tesoro)*

L'altro aspetto che desideriamo segnalare riguarda l'eccedenza delle nuove emissioni rispetto al nuovo tetto autorizzato; come si è detto l'autorizzazione del Governo è ora pari a 98 miliardi, ma attualmente ci troviamo a 105 miliardi, con una differenza di 7 miliardi rispetto a quanto autorizzato.

L'ammontare delle emissioni totali di quest'anno era previsto inizialmente in 450 miliardi, che sono quindi state portate a 468 miliardi.

Poiché a fine ottobre la Dott.ssa Maria Cannata, Direttore Generale del Dipartimento del Tesoro, intervistata dal Sole 24 ore aveva detto che le emissioni lordi di titoli di Stato avevano raggiunto i 422 miliardi pari al 90% del programma di raccolta 2013; otteniamo un'ulteriore conferma che l'ammontare delle emissioni sarà intorno a 468 miliardi.

Ora a novembre e dicembre scadranno circa 80 miliardi, si veda la **Figura 7**, ma di questi solo 46 potranno essere rinnovati, pena lo sfioramento dai 468 miliardi consentiti.

È abbastanza plausibile che otterremo quindi:

1. Una minore emissione di titoli di Stato.
2. Un rientro delle emissioni nette da 105 a 98 miliardi.
3. Il consueto window dressing di fine anno del debito pubblico, con una forte riduzione del debito grazie alle abnormi aliquote degli anticipi fiscali sui tributi 2014.

È quindi probabile che come consueto le emissioni di fine anno verranno parzialmente cancellate, in particolare le aste di metà dicembre sui titoli di medio lungo termine, oltre a un possibile mancato rinnovo dei due Bot flessibili per un ammontare complessivo di 8,5 miliardi.

Il terzo punto che ci preme esaminare in questo Osservatorio è relativo a una nota più volte menzionata all'interno del Documento di Economia e Finanza relativamente alla sostenibilità della spesa per interessi; sul medesimo argomento invitiamo alla lettura degli articoli di Andrew Lawford e Gabriele Serafini nella sezione **Approfondimenti**.

Nella nota 3 in calce alla tabella I.1 riportata a pagina 2 della Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza è possibile leggere: “L’attuale scenario ipotizza una graduale chiusura degli spread di rendimento a dieci anni dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi a 200 punti base nel 2014, 150 nel 2015 e 100 nel 2016 e 2017.” Ipotesi che viene poi ripresa più volte nel documento.

A nostro modesto avviso, si tratta di un’affermazione alquanto strana all’interno di un documento di programmazione di uno Stato e che cela una serie di valutazioni semplicistiche che riassumiamo di seguito:

1. Lo spread di rendimento a dieci anni dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi è una misura relativa che descrive la differente valutazione di affidabilità di due stati (italiano e tedesco per l’appunto) da parte dei mercati. Di per sé questa misura non quantifica il livello di interesse pagato sul debito, che a seconda della percentuale a cui si colloca può essere assorbito dalle casse statali o innescare un tracollo.
2. La permanenza di uno spread rispetto ai titoli tedeschi è fisiologica in quanto l’Italia ha una minore stabilità economica rispetto alla Germania (minor crescita, maggior debito, elevata disoccupazione, problemi strutturali dell’apparato pubblico come l’elevata burocrazia e la lentezza della giustizia). È abbastanza probabile che una discesa degli spread al di sotto dei 150/180 punti richiedano l’attuazione di numerose riforme strutturali.
3. Al di là dei tassi delle banche centrali, i rendimenti obbligazionari presentano già ora una tendenza al rialzo e sono destinati a salire ben prima del 2017; ciò porterebbe un aggravio della spesa per interessi a partire dalle nuove emissioni.

Ci permettiamo quindi di far notare che includere nel Budget statale delle previsioni sulla spesa per interessi in termini differenziali (spread) rispetto a quelli di un altro Stato non rispetta dei criteri di ragionevole oggettività, ma costituisce un esercizio di discutibile retorica, e quindi difficilmente può essere accettato dall’esame della Commissione Europea.



Figura 4: Circolante di Titoli di Stato dal 2009 a ottobre 2013  
(Elaborazione su dati Banca d’Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

Nella **Figura 4** si può osservare la progressione dell'ammontare del circolante di titoli di Stato dal 2009 ad oggi, mentre la **Figura 5** riporta l'andamento dei tassi di interesse medi sui titoli di Stato in emissione.

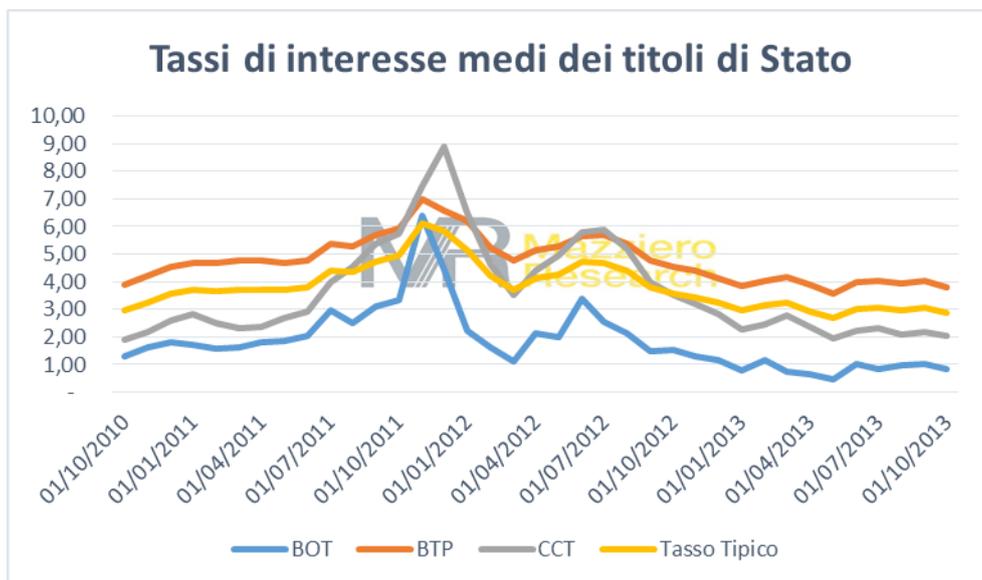


Figura 5: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da dic. 2010 a ottobre 2013 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Nel grafico viene riportato anche un Tasso Tipico che costituisce la media ponderata dei tassi in base alla suddivisione della tipologia di titoli di Stato circolanti, riportati nella **Figura 9**.

Nella **Figura 6** viene mostrata la vita media dei titoli di Stato, possiamo osservare come sia in continua contrazione da circa tre anni, solo ad agosto 2013 si è avuto un lievissimo aumento; questo aspetto potrebbe penalizzare le future emissioni dato che potrebbero non presentare più le attuali condizioni favorevoli di bassi tassi di interesse.

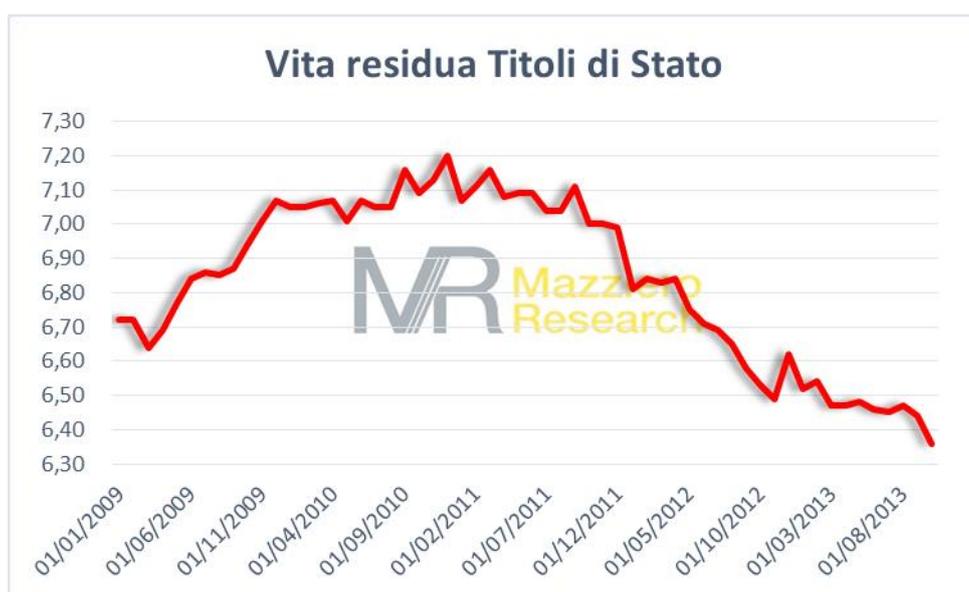
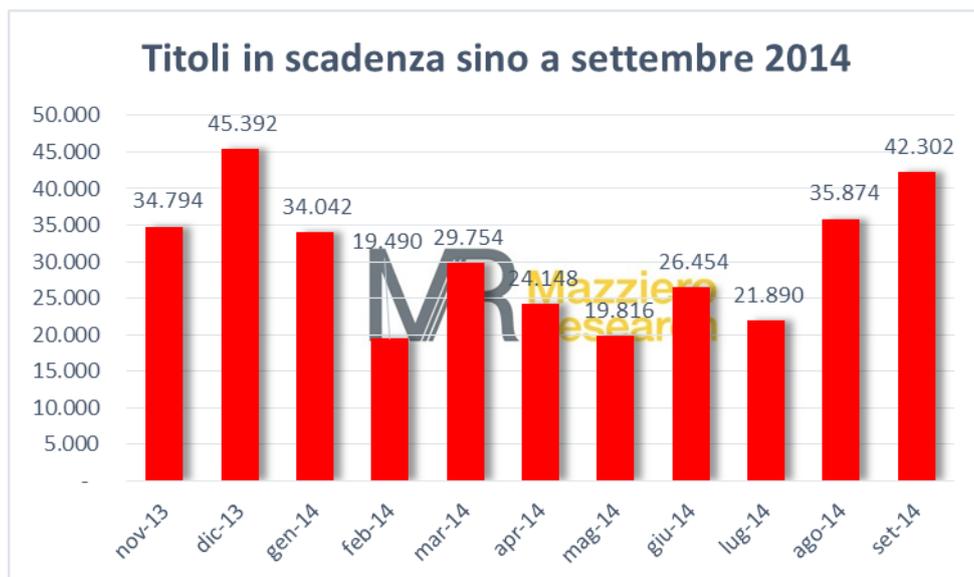


Figura 6: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2009 a ottobre 2013 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)



*Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino a settembre 2014  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

La **Figura 7** mostra l'ammontare di titoli di Stato in scadenza sino a giugno 2014 mentre nella **Figura 8** invece viene riportato il piano delle scadenze sino al 2025.



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

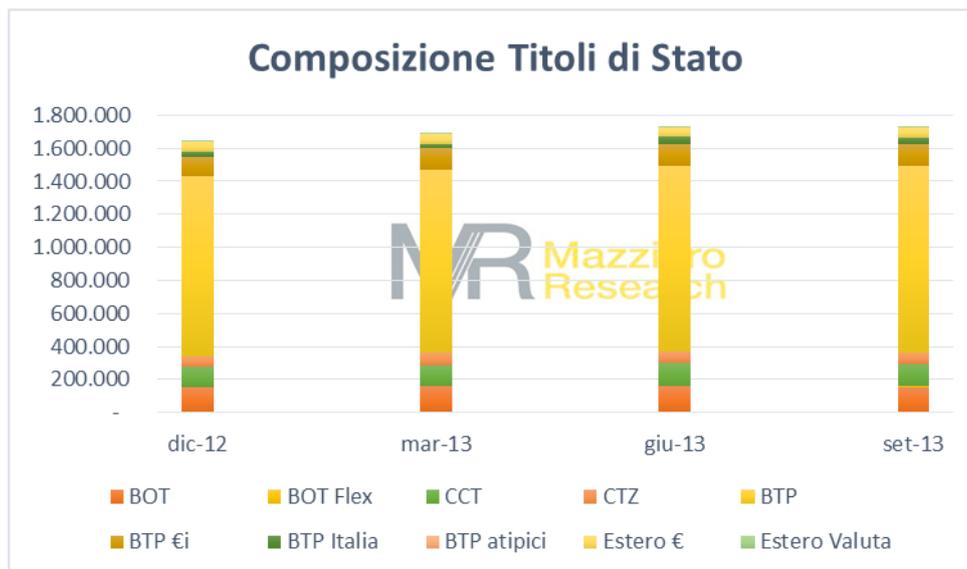


Figura 9: Tipologia dei Titoli di Stato da dic. 2012 a sett. 2013  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
155.330	8.500	124.282	69.999	1.131.153
BTP €	BTP Italia	BTP atipici	Estero €	Estero Valuta
132.307	44.273	563	55.688	1.666

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

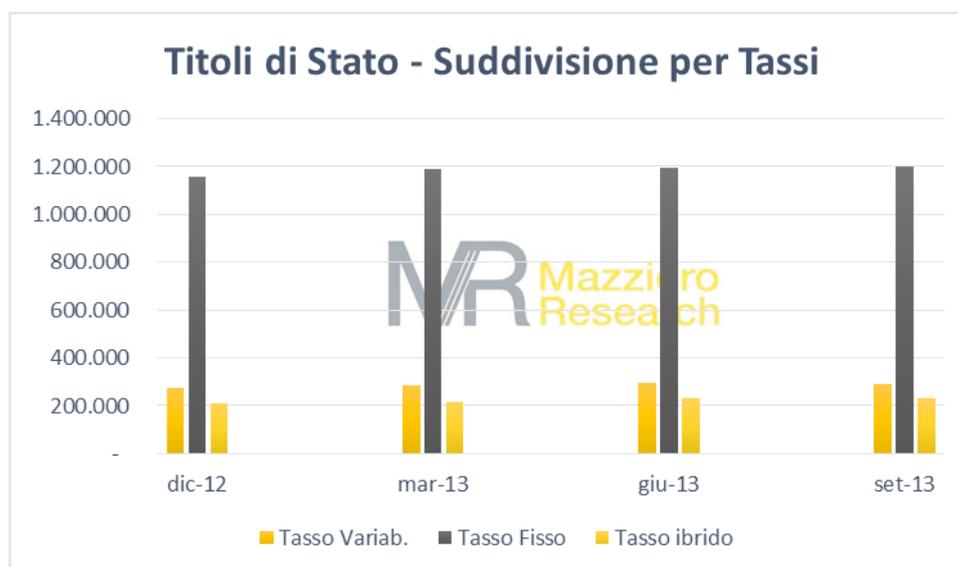


Figura 10: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato da dic. 2012 a sett. 2013  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 11** presenta la suddivisione della detenzione di Titoli di Stato per classi di investitori a maggio 2013, mentre la **Figura 12** mostra la variazione nel tempo a partire da dicembre 2010.

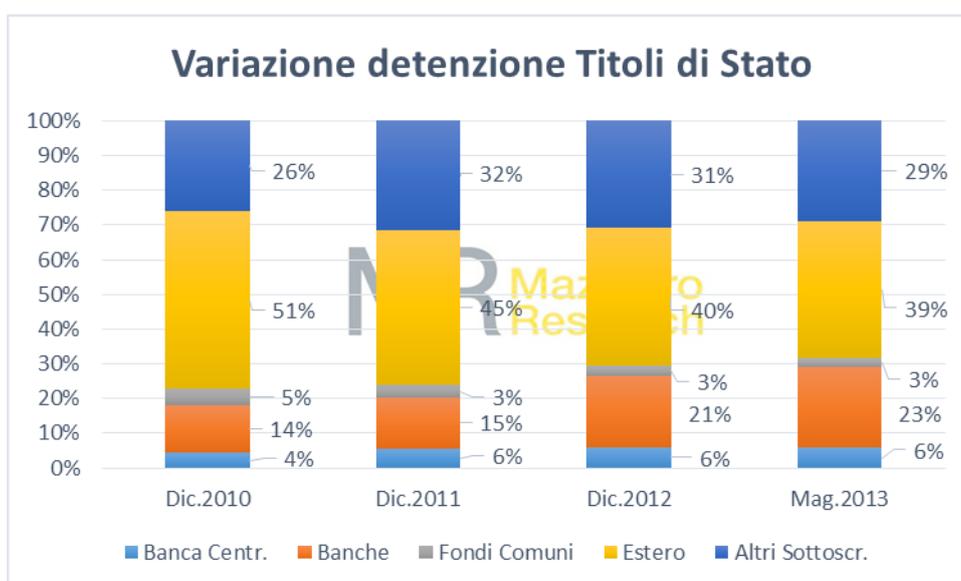


*Figura 11: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori a maggio 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

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

Occorre inoltre specificare che il caso di un investitore italiano che detenga quote di una Sicav che investe in titoli di stato italiani ricade nella categoria estero. La dicitura fondi comuni identifica solo i fondi di diritto italiano; ciò spiega anche la percentuale limitata.

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



*Figura 12: Variazione nelle classi di detenzione di Titoli di Stato da dic. 2010 a mag. 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	26.112		23%
Riserve verso FMI	4.263		4%
Diritti speciali prelievo	6.913		6%
Oro	76.511		67%
Altre attività di riserva	-		
		113.799	100%
Altre attività in valuta estera	1.095	1.095	

*Tabella 10: Riserve Banca d'Italia a ottobre 2013  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### I fatti

- Le riserve ufficiali ad agosto 2013 ammontano a 113,8 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad agosto 2013 è negativa per circa 8 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 67% delle riserve totali.

### Il commento

Il valore delle riserve della Banca d'Italia continuano a diminuire in valore assoluto; questo aspetto è direttamente collegato all'andamento del prezzo dell'oro che, dopo aver segnato un massimo assoluto a 1.921 dollari/oncia nel settembre 2011, ha innescato un lungo trend discendente che l'ha portato a ridosso dei 1.300 dollari/oncia con una perdita di oltre il 30% (il minimo di questa discesa è stato toccato a fine giugno 2013 con un prezzo di 1.179 dollari/oncia).

Questo calo di valore delle riserve ha maturato il dubbio che una parte dell'oro posseduto fosse stato venduto; si tratta di un'interpretazione che non corrisponde alla realtà in quanto la diminuzione delle riserve è imputabile, almeno per il momento, al solo calo del prezzo dell'oro e non a una diminuzione dello stock che resta pari a 2.451,8 tonnellate.

## Il Prodotto Interno Lordo

(Milioni di Euro)	Pil	Delta Pil	%Pil deflaz.	Debito pubblico	Deficit/Pil	Debito/Pil
Anno 2000	1.191.057		3,70%	1.300.341		109,18%
Anno 2001	1.248.648	57.591	1,90%	1.358.333	4,64%	108,78%
Anno 2002	1.295.226	46.578	0,50%	1.368.512	0,79%	105,66%
Anno 2003	1.335.354	40.128	0,00%	1.393.495	1,87%	104,35%
Anno 2004	1.391.530	56.176	1,50%	1.444.604	3,67%	103,81%
Anno 2005	1.429.479	37.949	0,70%	1.512.779	4,77%	105,83%
Anno 2006	1.485.377	55.898	2,00%	1.582.009	4,66%	106,51%
Anno 2007	1.546.177	60.800	1,50%	1.598.971	1,10%	103,41%
Anno 2008	1.567.851	21.674	-1,30%	1.663.452	4,11%	106,10%
Anno 2009	1.520.870	-46.981	-5,20%	1.761.229	6,43%	115,80%
Anno 2010	1.548.816	27.946	1,30%	1.851.217	5,81%	119,52%
Anno 2011	1.580.220	31.404	0,40%	1.906.737	3,51%	120,66%
Anno 2012	1.565.916	-14.304	-2,40%	1.988.363	2,90%	126,98%
Anno 2013 (st.DEF)	1.557.300	-8.616	-1,70%	2.069.652	3,10%	132,90%
Anno 2014 (st.DEF)	1.602.900	45.600	1,00%	2.128.651	2,30%	132,80%
Anno 2015 (st.DEF)	1.660.700	57.800	1,70%	2.148.946	1,80%	129,40%
Anno 2016 (st.DEF)	1.718.400	57.700	1,80%	2.148.000	1,20%	125,00%
Anno 2017 (st.DEF)	1.779.600	61.200	1,90%	2.137.300	0,70%	120,10%
Anno 2013 (st.UE)	1.537.730	-28.186	-1,80%	2.045.180	3,00%	133,00%
Anno 2014 (st.UE)	1.548.494	10.764	0,70%	2.074.981	2,70%	134,00%
Anno 2015 (st.UE)	1.567.076	18.582	1,20%	2.085.778	2,50%	133,10%
Anno 2013 (st.FMI)	1.537.730	-28.186	-1,80%	2.062.898	3,20%	132,30%
Anno 2014 (st.FMI)	1.548.494	10.764	0,70%	2.087.839	2,10%	133,10%
Anno 2015 (st.FMI)	1.565.527	17.033	1,10%	2.090.188	1,80%	131,80%
Anno 2016 (st.FMI)	1.587.444	21.917	1,40%	2.081.302	1,10%	129,30%
Anno 2017 (st.FMI)	1.609.669	22.224	1,40%	2.061.873	0,50%	126,20%
Anno 2018 (st.FMI)	1.628.985	19.316	1,20%	2.033.706	0,20%	123,00%
Anno 2013 (st.OCSE)	1.537.730	-28.186	-1,80%	2.022.114	3,00%	131,50%
Anno 2014 (st.OCSE)	1.543.880	6.151	0,40%	2.071.888	2,30%	134,20%

Il Pil indicato dal DEF è in termini nominali.

(Elaborazione Mazziere Research)

*Tabella 11: Pil e debito pubblico nel periodo 2000-2012,  
stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE  
(Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)*

### I fatti

- Nel primo trimestre il Pil è sceso: dello 0,6% rispetto al trimestre precedente; del 2,4% rispetto al 1° trimestre del 2012.
- Nel secondo trimestre il Pil è sceso: dello 0,3% rispetto al trimestre precedente; del 2,1% rispetto al 2° trimestre del 2012.
- Nel terzo trimestre il Pil è sceso: dello 0,1% rispetto al trimestre precedente; del 1,9% rispetto al 2° trimestre del 2012.
- La variazione del Pil acquisita per il 2013 è pari al -1,9%.

### Il commento

La stima preliminare del Pil del 3° trimestre 2013 pubblicata dall'Istat il 14 novembre ha segnato nuovamente un dato di crescita negativo (-0,1%), il nono consecutivo, a testimonianza di una ripresa che sebbene da più parti invocata deve ancora vedere la luce.



Figura 13: Andamento trimestrale del Pil dal 2005 al 3 trim 2013  
(Elaborazione su dati Istat)

Se si osserva la **Figura 13** è possibile notare che l'ampiezza degli istogrammi azzurri negativi si va via via riducendo ed è quindi abbastanza plausibile che il 4° trimestre del 2013 vedrà finalmente un segno più nella variazione trimestrale del Pil.

Questo fatto contribuirà a dare voce a quanti hanno più volte previsto la ripresa, ma non dovrà farci dimenticare che:

1. Trattandosi di una misura differenziale rispetto all'andamento del trimestre precedente è normale che anche la più lunga delle discese (e la nostra lo è visto i 9 trimestri consecutivi di contrazione) a un certo punto esaurisca il proprio calo e quindi lasci spazio a valori neutri o moderatamente positivi.
2. Se i valori di variazione trimestrale si presentano valori non troppo discosti dallo zero equivalgono comunque a una crescita asfittica.
3. Si potrà parlare veramente di ritorno stabile alla crescita quando si saranno recuperati per almeno il 50% gli 8,5 punti che ci separano dal massimo del 1° trimestre del 2008; si veda la linea rossa nella **Figura 13**.

Anni	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	Anno	Mln €
2005	-0,1%	0,6%	0,4%	0,3%	1,2%	1.429.935
2006	0,6%	0,6%	0,4%	1,0%	2,6%	1.486.839
2007	0,1%	0,1%	0,4%	-0,5%	0,1%	1.553.909
2008	0,5%	-0,5%	-1,3%	-1,6%	-2,9%	1.574.808
2009	-3,6%	-0,2%	0,4%	-0,1%	-3,5%	1.519.229
2010	1,0%	0,6%	0,4%	0,2%	2,2%	1.551.965
2011	0,1%	0,3%	-0,1%	-0,7%	-0,4%	1.580.405
2012	-0,8%	-0,7%	-0,2%	-0,9%	-2,5%	1.565.916
2013	-0,6%	-0,3%	-0,1%			

**Legenda colori**

**Variazione Trimestrale**

<-0,2   -0,2<>0,2   >0,2

**Variazione Annuale**

<-0,8   -0,8<>0,8   >0,8

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

Nella nota di aggiornamento del DEF del 20 settembre sono stati rivisti in peggioramento gli obiettivi di debito/Pil e deficit/Pil; la variazione non ha riguardato solo il 2013 ma tutte le previsioni sino al 2017. In aumento anche la quota da destinare ad interessi, tale da rendere sempre più impervia l'aderenza ai vincoli del fiscal compact (riduzione del debito al di sotto del 60% in 20 anni a partire dal 2016).

Il pareggio di bilancio, iscritto in Costituzione a partire dal 2014, sembrerebbe essere rimandato al 2015; nel contempo il Governo si impegnerebbe già dal 2014 a “una intensa attività di *spending review* per ridurre la pressione fiscale.”

Sul lato della crescita il Governo prevede una crescita dell'1% nel 2014, superando tale livello nel 2015, con una graduale chiusura dell'output gap negativo (scostamento dalla crescita media) attualmente superiore a 4 punti percentuali di Pil.

L'Istat da parte sua ha indicato stime differenti per il Pil 2013 e 2014, rispettivamente con un -1,8% e uno 0,7%; questa differente lettura da parte dell'ente di statistica governativo ha suscitato una discosta discussione nei giorni appena successivi all'uscita di queste stime.

Ulteriori revisioni in peggioramento sono state apportate anche da parte del FMI che vede un deficit/Pil al 3,2% per l'anno in corso e al 2,1% per il prossimo; peggioramento anche del debito/Pil al 132,3% nel 2013 e 133,1% nel 2014.

In tal senso le stime del deficit/Pil differiscono notevolmente da quelle del Governo, che ritiene di poter chiudere il 2013 entro la soglia del 3,0% al fine di non dover incorrere in una nuova procedura di infrazione per debito eccessivo da parte dell'Unione Europea.

Un'eventuale riapertura della procedura per debito eccessivo non dovrebbe comunque avvenire prima di aprile, quando Eurostat procederà alla validazione i dati notificati dai governi.

Il 15 novembre la Commissione Europea ha espresso un giudizio sulle misure di stabilità indicate nella nota di aggiornamento del DEF del 20 settembre. A dispetto delle rassicurazioni politiche circolate in Italia nell'ultimo mese il giudizio non è stato positivo; di seguito vengono riportati i rilievi mossi dalla Commissione:

- Vi è il rischio che il documento programmatico di bilancio per il 2014 non sarà compatibile con le regole del patto. In particolare, l'obiettivo di riduzione del debito nel 2014 non è rispettato.
- Il piano di stabilità dimostra progressi limitati per quanto riguarda la parte strutturale delle raccomandazioni fiscali emanate dal Consiglio nel contesto del semestre europeo.
- La Commissione invita le autorità a prendere le misure necessarie nell'ambito del processo di bilancio nazionale, al fine di garantire che il bilancio 2014 sarà pienamente compatibile con il Patto di Stabilità e in particolare per affrontare i rischi individuati nella valutazione.
- La Commissione ha concluso che l'Italia non può usufruire della clausola di investimento nel 2014 in quanto, in base alle previsioni della Commissione dell'autunno 2013, non avrebbe attuato il minimo aggiustamento strutturale richiesto per portare il suo rapporto debito/Pil su un percorso di sufficiente diminuzione.

Che tradotto per non esperti ai lavori si può sintetizzare:

- La riduzione del debito per il 2014 è inferiore a quanto era stato concordato.
- Le riforme strutturali di natura fiscale sono insufficienti.
- L'attuale budget italiano non è compatibile con il Patto di Stabilità europeo.
- Poiché il rapporto debito/Pil non accenna a diminuire per l'entità che dovrebbe, l'Italia non potrà usufruire della clausola che permette di deviare momentaneamente dal limite del 3% del rapporto deficit/Pil per spese da destinare a investimenti.

## L'inflazione



Figura 14: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2010 a ottobre 2013  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Il tasso annuo di inflazione a ottobre è pari allo 0,7%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2013 è pari all'1,2%.
- L'indice armonizzato dei prezzi al consumo, a base 100 nel 2005, è pari a 120,1 +2,2 punti rispetto alla lettura di 117,9 di agosto.

### Il commento

La **Figura 14** ci permette di osservare come, pur nel rispetto della ciclicità usuale, l'inflazione stia diminuendo la sua pendenza; quello a cui si assiste è un rallentamento della crescita dei prezzi, probabilmente guidato dal calo dei consumi. Va anche detto che solo recentemente si è avuta una leggera ripresa dei consumi, ma questo aspetto è ancora di così modesta entità da non riflettersi nell'andamento dei prezzi.

Il tasso annuo di inflazione è ora molto basso, allo 0,7%, un livello che non si mostrava così basso da ottobre 2009, mentre l'inflazione acquisita è passata nell'ultimo mese dall'1,3% all'1,2%. Ciò nonostante il livello dell'indice IPCA resta vicino ai suoi massimi (120,1 punti) e corrisponde a una perdita del potere di acquisto degli italiani pari al 20% negli ultimi nove anni.



Figura 15: Confronto del livello annuo di inflazione fra vari paesi (Elaborazione su dati Eurostat)

La **Figura 15** presenta il confronto del livello di inflazione fra diversi paesi relativamente al dato di settembre; sulla scorta dei dati rilevati a ottobre il nostro Paese è diretto verso un valore ben al di sotto della media europea.

Particolarmente curiosa la Spagna, che continua a mantenere un tasso di inflazione più vicino a quello di un'economia vivace come quella del Regno Unito.

### **Inflazione acquisita**

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

### **IPCA**

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

## La disoccupazione



Figura 16: Disoccupazione in Italia da gennaio 2011 a settembre 2013  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

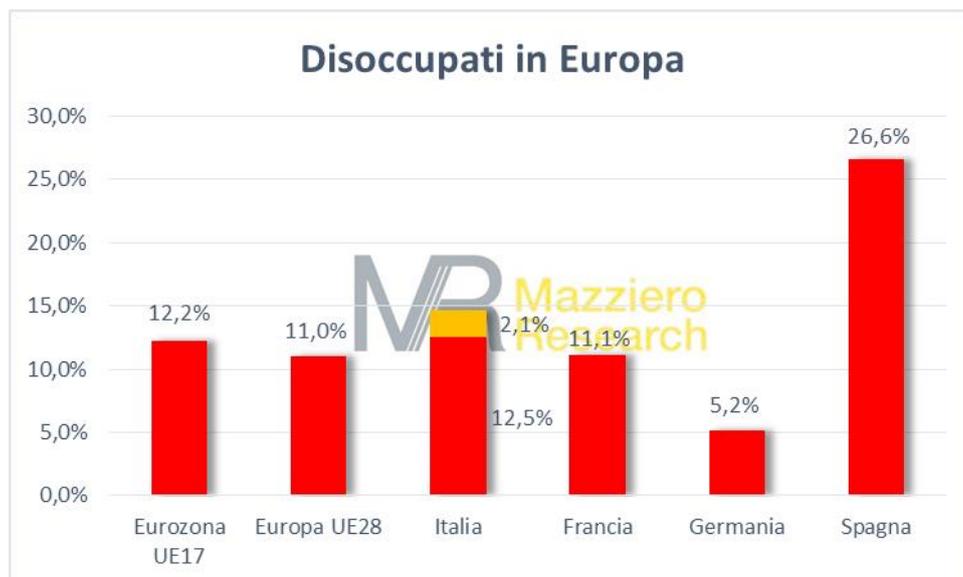
- Disoccupazione: 12,5% a settembre; +1,6% rispetto all'anno precedente.  
40,4% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni.
- Tasso di occupazione: 55,4% della popolazione in età attiva.
- Cassa integrazione: da gennaio a settembre autorizzate 880 milioni di ore.
- Nei primi 9 mesi del 2013 le domande di disoccupazione e mobilità sono state di 1 milione e 432 mila, con un aumento del 27% rispetto al medesimo periodo del 2012.

### Il commento

Continua a mantenersi su livelli elevati la disoccupazione, che ha segnato a settembre un nuovo massimo storico (12,5%).

In costante aumento la disoccupazione giovanile che ha ormai raggiunto il 40,4%, valore pressoché corrispondente al massimo storico.

Le ore autorizzate di Cassa Integrazione contribuiscono per un ulteriore 2,15%; pertanto se si dovesse sommare tale percentuale con quella dei disoccupati si raggiungerebbe la quota del 14,6%. I dati sopra riportati si riferiscono al totale degli interventi sotto la voce Cassa Integrazione Guadagni (CIG).



*Figura 17: Disoccupazione in Europa a settembre 2013  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

La **Figura 17** pone a confronto i valori di disoccupazione tra i paesi europei, l'Italia pur rientrando nella media europea la supera abbondantemente una volta sommata la componente di Cassa Integrazione.

La Germania conserva una disoccupazione ai minimi termini, pari al 5,2%, mentre resta elevata in Francia (11,1%); maglia nera invece per la Spagna che resta su livelli preoccupanti per la tenuta sociale (26,6%).

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

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

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

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

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

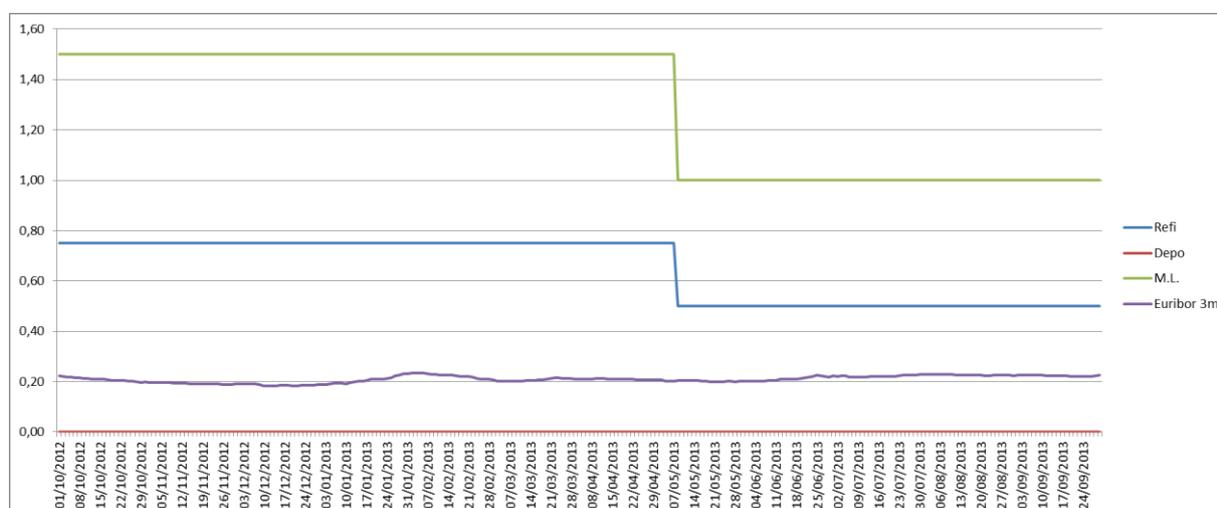
## Approfondimenti

### Il focus di IdeasHaveConsequences.org

#### Mercato monetario III trimestre 2013

Nel terzo trimestre 2013 la Banca Centrale Europea ha mantenuto il tasso di rifinanziamento costante allo 0,50%. La politica monetaria è ormai prossima al raggiungimento dello zero lower bound (ZLB) ed i tassi di interesse continuano ad essere ai minimi storici. L'euribor a 3 mesi è rimasto pressoché costante per tutto il trimestre con valori vicini allo 0,20%.

Tuttavia la continua riduzione del tasso di inflazione (1,1% a settembre) ed il suo progressivo scostamento al ribasso dal target del 2% segnalano la mancanza di un approccio sufficientemente reattivo da parte della BCE. Come previsto nel focus relativo al II trimestre un ulteriore ribasso allo 0,25% è arrivato nel quarto trimestre 2013, con decisione comunicata l'8 novembre, mentre da luglio e settembre i tassi per le operazioni di rifinanziamento sono rimasti invariati. Anche l'adozione di nuovi strumenti non convenzionali di politica monetaria è al momento esclusa nei fatti. Tuttavia in considerazione dell'attività di controllo dei bilanci (Asset Quality Review) degli istituti bancari dell'Eurozona che finiranno sotto la vigilanza diretta di Francoforte, che terrà impegnata la BCE per tutto il 2014 e includerà stress test sulla base dei bilanci al 31 dicembre 2013, non sono da escludere operazioni di rifinanziamento a lungo termine entro la fine dell'anno.



Per quanto riguarda l'offerta monetaria l'aggregato più ampio M3 rimane positivo ma con un trend annualizzato in leggero calo: +2,3% a luglio e +2,2% ad agosto. Sono rilevanti i seguenti punti.

- Il principale contributo alla crescita di moneta viene dai depositi a breve termine (M1).
- Contribuisce alla crescita anche il canale estero attraverso flussi netti di capitali in ingresso positivi dovuti anche alla formazione di surplus delle partite correnti.
- Rimane negativo il saldo del settore privato sempre alle prese con un lento processo di riduzione dei livelli d'indebitamento accompagnato da una dinamica della domanda interna che resta debole.
- Le minori necessità e opportunità di finanziamento a medio e lungo termine degli intermediari non finanziari unite a considerazioni di carattere regolamentare inducono gli istituti di credito a privilegiare il finanziamento tramite depositi rispetto all'emissione di titoli.
- L'andamento del prodotto interno lordo si mantiene positivo ma estremamente contenuto e le prospettive di ripresa nel complesso restano deboli. In particolare il tasso di disoccupazione nei paesi periferici difficilmente si scosterà dai valori del 2013 per i successivi dodici mesi.

Il parziale rimborso delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) e la riduzione del differenziale tra Eoniaswap e Eurepo segnala una lieve diminuzione della percezione del rischio controparte nel mercato monetario. Il dato aggregato non riflette tuttavia l'elevato livello di frammentazione su base nazionale che continua a persistere nel lending tra le banche appartenenti all'Eurosistema.



La mancanza di una credibile ed effettiva unione bancaria rende il sistema vulnerabile a shock esterni anche se nel terzo trimestre 2013 la liquidità presente sui mercati internazionali rimane abbondante grazie al proseguimento del programma di acquisto titoli della Federal Reserve e alla politica monetaria della Bank of Japan. Non è da escludere che la riduzione dei volumi dello stato patrimoniale della BCE, l'assorbimento di liquidità derivante dal rafforzarsi del saldo positivo delle partite correnti e la mancanza di una apprezzabile determinazione a reflazionare i prezzi al consumo da parte della Banca Centrale Europea possano venire interpretati come segnali di scarsa cooperazione sotto il profilo macroeconomico. A tal proposito è da segnalare l'atteggiamento critico del Fondo Monetario Internazionale verso la gestione degli squilibri delle partite correnti all'interno dell'Eurozona. Inoltre una nuova ristrutturazione del debito greco nel 2014 a scapito dei creditori istituzionali (Official Sector Involvement) troverebbe in dissenso i rappresentanti dei paesi emergenti i quali, seppure detentori di quote di minoranza, hanno visto crescere il relativo peso geopolitico a livello internazionale. Il salvataggio verrebbe percepito essenzialmente come un trasferimento a favore del sistema finanziario europeo in un momento in cui Brasile, Turchia e India devono a loro volta fronteggiare deflussi di capitale. Significativa l'insoddisfazione espressa alla stampa da Guido Mantega il rappresentante del Brasile presso l'FMI (seppur a livello non formale).

*Silvano Fait*

## **Fonti**

ECB, monthly bulletin  
European Banking Federation: <http://www.euriborebf.eu/>  
EuriborEBF, newsletter

## **Glossario**

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

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

## ***Eppur Stampa Meno...***

Siamo ancora in attesa di vedere segnali concreti di ripresa che coinvolgano l'intera Europa. I dati che arrivano dalla Spagna sembrano in effetti deporre per un cambiamento in meglio (forse più come “segno” che come “magnitudine”); questo in effetti potrebbe incendiare ulteriormente il dibattito sull'efficacia della tanto nominata Austerità. È però presto per concludere alcunché, essendo anche vero che continuando a cadere, prima o poi un pavimento su cui rimbalzare, anche provvisoriamente, si trova.

In tutto questo, diamo il consueto sguardo ai grandi numeri della BCE. I dati riferiti al 27 settembre riportano un bilancio dell'Eurosistema in contrazione per un ulteriore trimestre. Questo, assieme a quei pallidi segnali di ripresa di cui sopra, riporta al dubbio espresso nel precedente Quaderno: la precedente politica monetaria espansiva forse faceva male all'economia? O forse alla BCE riescono a gestire in modo magistrale i *lag* di efficacia della politica monetaria, per cui i movimenti degli ultimi mesi sono funzionali a ciò che accadrà il prossimo anno?

<b>Bilancio BCE – Settembre 2013</b>					
(miliardi di euro)					
<b>Attivo</b>		<b>% trim</b>	<b>Passivo</b>		<b>% trim</b>
Finanziamenti	767	-6,7%	Base monetaria	1.229	-3,9%
Titoli	628	-1,5%	Depositi	191	-2,5%
Esteri	296	0,9%	Esteri	141	-6,2%
Oro	320	0,0%	FMI	54	0,0%
Altro	326	-8,5%	Altro	348	-7,4%
			Mezzi propri	375	0,0%
	2.338	-3,8%		2.338	-3,8%

Se è valida la seconda ipotesi, possiamo aspettarci “bel tempo” almeno per il prossimo anno. Nel terzo trimestre del 2013 i finanziamenti al sistema bancario si sono ancora ridotti calando di € 55 miliardi (al 25 ottobre risultano calati di ulteriori € 23 miliardi); ricordo che un anno fa erano ancora ben oltre i € 1000 miliardi. È da sottolineare che anche le voci “Titoli” e “Altro” risultano in diminuzione (rispettivamente di € 9 miliardi ed € 30 miliardi), il che esclude che sia semplicemente cambiato il canale di immissione di liquidità nel sistema. Nel complesso, le dimensioni dell'interventismo monetario della BCE si sono

ridotte di € 92 miliardi (cui si possono aggiungere gli € 19 miliardi di riduzione del bilancio risultanti a fine ottobre).

Sul lato passivo del bilancio non c'è molto da dire, perché in qualche modo offre un'immagine piuttosto speculare all'attivo: ogni gruppo di voci si sta riducendo. È relativamente interessante che la grandezza assoluta del calo di Base monetaria sia praticamente la stessa del calo dei Finanziamenti, e pari siano gli andamenti delle due voci "Altro". Ma esistono un paio di particolari su cui è il caso di soffermarci: il Marginal Lending, dopo il picco del 2012 (oltre € 3 miliardi) è sceso fino ad azzerarsi (dato di fine ottobre 2013), e le banconote in circolazione hanno raggiunto i € 917 miliardi, oltre il picco di fine 2012. L'insieme dei dati potrebbe significare un allentamento dei problemi di liquidità del settore bancario (questo non significa che non ci siano problemi, ma solo che mordono meno), questione su cui si possono ottenere maggiori dettagli dall'approfondimento curato da Silvano Fait.

Da un punto di vista molto "macro", si può definire a partire da metà 2012 un processo di riduzione dell'esposizione della BCE nell'attività di sostegno all'Eurozona, quantificata a mezzo della grandezza del bilancio dell'Eurosistema. Tale processo ha accelerato fino a metà 2013, ed ora appare in fase di rallentamento.

Questa conclusione parrebbe stridere con la decisione presa dalla BCE a inizio novembre di ridurre il Refi dallo 0,50% allo 0,25%, una manovra che un qualsiasi testo di economia definirebbe come espansiva. Ma il mondo reale non è certo lineare come un modello economico e perfino didattico. Nel mondo reale esistono anche cose come l'opinione pubblica, le aspettative, e la maggiore o minore visibilità di una manovra. Quel che sta accadendo alla base monetaria in euro, di cui vi riporto in queste pagine, non è una informazione particolarmente diffusa e discussa; le decisioni sul Refi sono riportate in qualsiasi media stampato, televisivo e radiofonico, e pertanto ben possono funzionare "messaggi" per un ampio pubblico. La comunicazione di "messaggi di speranza" di facile comprensione è ritenuta molto importante sulla scorta del loro impatto sugli *animal spirit* che trainano le scelte di investimento e consumo, ed io giudicherei il taglio del Refi da questa ottica.

D'altra parte non credo si possa dire che i tassi siano "alti", almeno in una prospettiva storica, e si dovrebbe anche spiegare come un taglio di 25bp possa sortire effetti decisivi dopo aver tagliato il Refi già di interi punti e averlo ormai portato a zero. L'unico vero effetto potrebbe essere solo un leggero calo dei tassi sui titoli di Stato, e quindi un leggero supporto al loro

prezzo a semplice vantaggio della loro collocabilità o del portafoglio di chi li detiene e li scambia (tra cui le banche).

Come appunto finale, ricordo che in ballo c'è anche la possibilità di un nuovo LTRO, da alcuni richiesto. Un nuovo LTRO, salvo che non sia interamente sterilizzato con un taglio della fornitura di liquidità a breve scadenza (il tutto all'interno della voce "Finanziamenti"), andrebbe contro il trend di riduzione della base monetaria che in queste pagine abbiamo riportato. Ritengo quindi che l'ultimo taglio del Refi possa essere una soluzione "politica", trattata tra i rappresentanti delle diverse Banche Centrali Nazionali, che potesse dare sì un "messaggio positivo" al mercato ma evitasse al contempo di creare discontinuità al percorso di politica monetaria intrapreso.

*Leonardo Baggiani*

## **Bibliografia**

Banca Centrale Europea (2013) "Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 27 settembre 2013", comunicato stampa 01/10/2013.

Banca Centrale Europea (2013) "Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 25 ottobre 2013", comunicato stampa 29/10/2013.

## **Glossario**

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

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

**LTRO (Long Term Refinancing Operation):** operazione di rifinanziamento principale a lungo termine (da uno a tre anni, contro le consuete operazioni di durata mensile) della Banca Centrale Europea verso le banche commerciali europee.

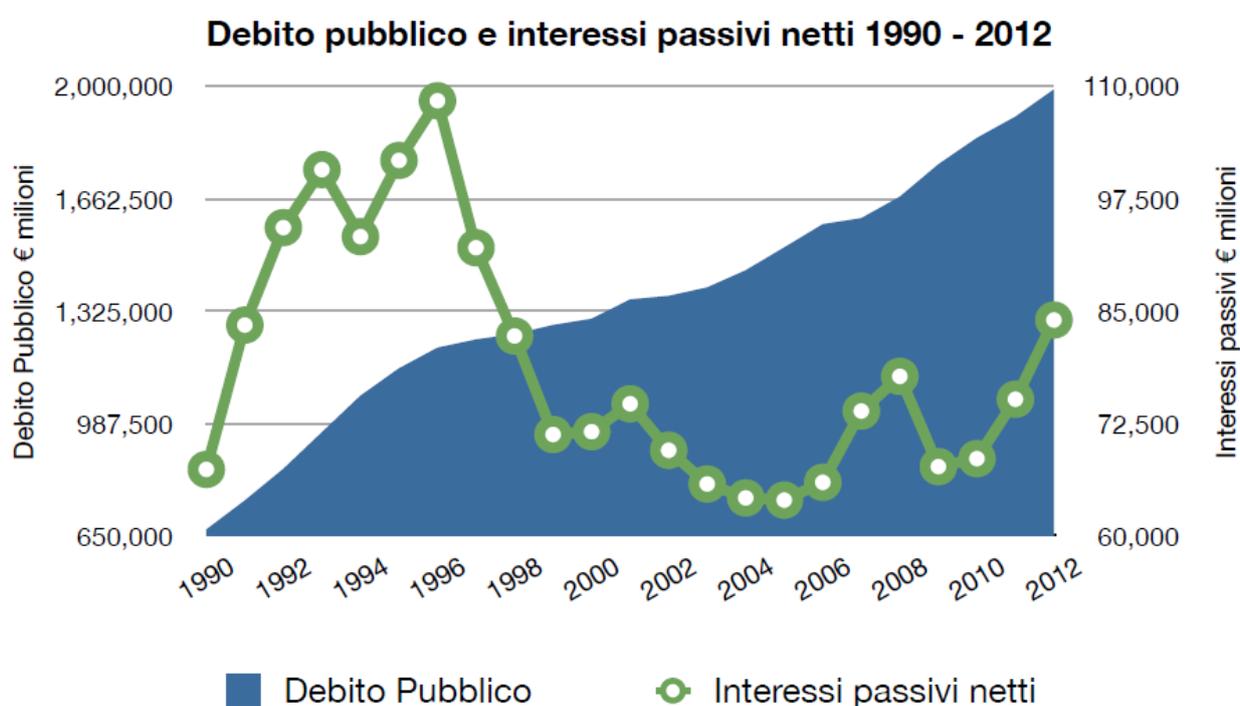
**Marginal Lending (Facility):** la BCE fornisce liquidità alle banche commerciali attraverso "aste" ordinarie, cioè operazioni di finanziamento al tasso Refi. È possibile però per le banche accedere anche a finanziamenti "straordinari" concessi ad un tasso leggermente penalizzato rispetto alle "aste" ordinarie.

**Refi:** tasso applicato dalla BCE alle operazioni ordinarie di finanziamento verso le banche commerciali. In termini di indicatore dell'orientamento della politica monetaria, ha preso il posto del vecchio Tasso Ufficiale di Sconto.

## Il commento di Andrew Lawford

### Cosa c'è che non va?

Non c'è altro modo che iniziare questo commento con una domanda: che cosa c'è che non va nella **Figura 1**?



*Figura 1: Debito pubblico e interessi passivi netti in Italia dal 1990 - 2012  
Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT*

La risposta è che durante gli ultimi 22 anni il debito pubblico italiano è aumentato quasi del 200%, ma durante lo stesso periodo la spesa statale per gli interessi passivi netti è aumentata un po' meno del 25%.

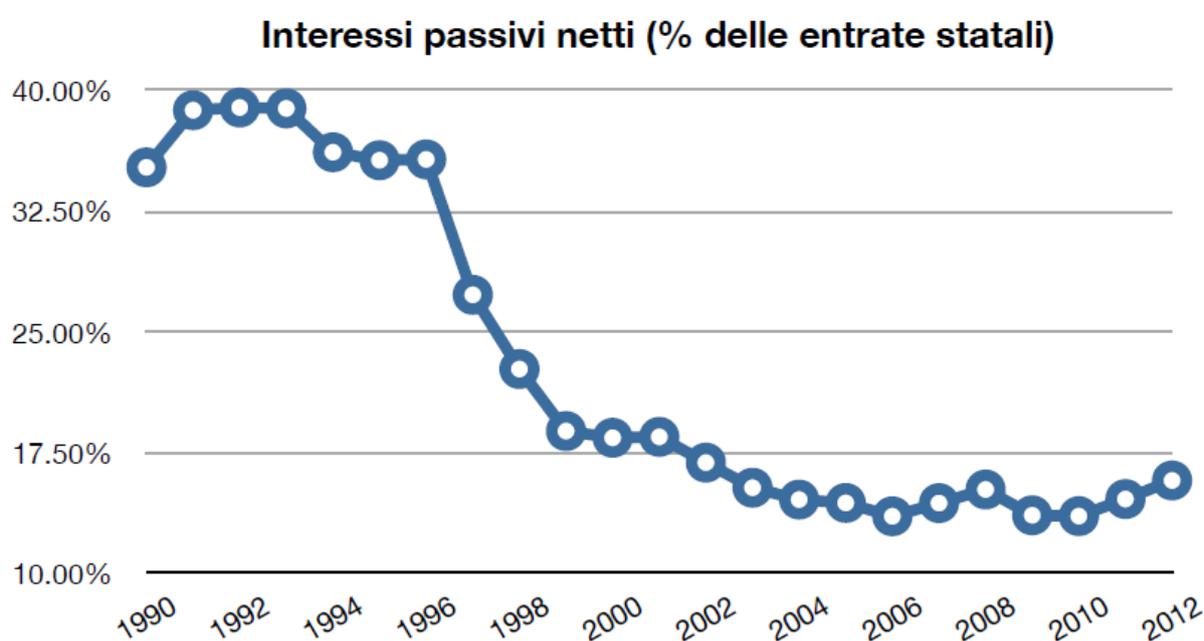
Nella Figura 1 si evidenzia il bello e il brutto dell'Unione economica e monetaria europea per l'Italia. Da un lato, l'ottimismo creato dalla spinta verso l'integrazione economica in Europa ha dato all'Italia la possibilità di finanziarsi a tassi relativamente contenuti rispetto al passato, ma dall'altro questo vantaggio è stato sperperato attraverso una spesa pubblica incontrollata.

Oggi, l'Italia si trova con un debito pubblico tra i primi posti in classifica a livello mondiale senza che, come viene evidenziato costantemente in questo Osservatorio, nessuna vera politica di contenimento della spesa venga attuata. Il solo pensiero dell'austerità viene

vissuto come se fosse una punizione immeritata, ma, come dice John Mauldin: “Ricordatevi, l'austerità non è una punizione ma è la conseguenza dei fallimenti passati sul controllo della spesa.” [1] È importante sottolineare che finora in Italia di austerità non si è vista traccia, perché la spesa pubblica continua ad aumentare. [2]

## Gli interessi passivi nel contesto delle entrate statali

Si riporta un grafico dell'andamento degli interessi passivi netti come percentuale delle entrate statali.



*Figura 2: Interessi passivi netti espressi come percentuale delle entrate statali 1990 - 2012*

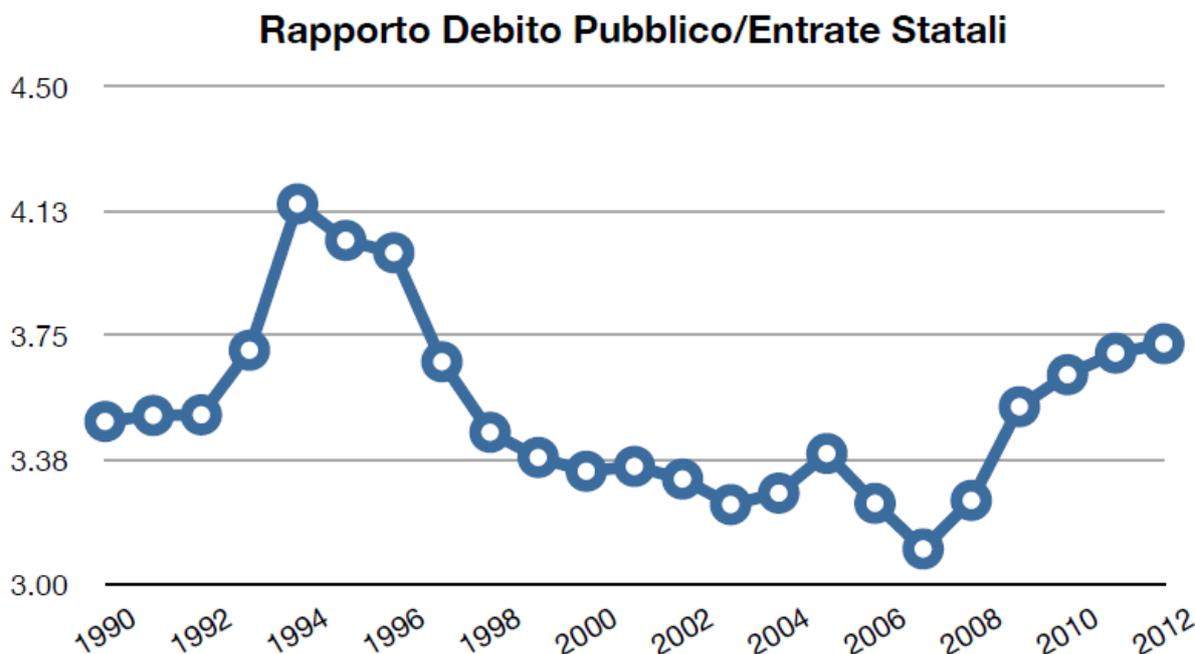
*Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT*

Questo dato è importante perché fa capire l'impegno richiesto dalle entrate statali solo per fare fronte alla spesa per interessi passivi. Questa figura dà la netta impressione che l'Italia non abbia molto da preoccuparsi: essendo sopravvissuta agli anni '90 in cui più del 30% delle entrate statali venivano impegnate a pagare gli interessi passivi, che problemi potrà mai avere nel 2013 a impegnare per il medesimo scopo appena il 16% delle proprie entrate? La risposta è: per il momento, nessuno. La struttura del debito pubblico italiano è tale che, se si esclude l'ipotesi di una chiusura totale del mercato alle nuove emissioni del Tesoro, un eventuale rialzo dei tassi di interesse avrà un effetto graduale sulla spesa per interessi.

Bisogna pensare però alle differenze tra l'Italia del 1990 e quella di 2013; la più importante è il profilo demografico del Paese, dove i contribuenti impiegati nel settore privato devono sorreggere un numero crescente di persone che in qualche modo “dipendono” dallo Stato. I dati parlano chiaro: la voce “Prestazioni sociali in denaro” è cresciuta quasi del 200% negli ultimi 22 anni e adesso conta per il 41% delle uscite correnti dello Stato, contro il 31% del 1990. Siccome queste prestazioni sociali sono pressoché intoccabili, l'unica conclusione è che, rispetto agli anni '90, l'Italia ha molta meno flessibilità relativamente al controllo della spesa e quindi non può permettersi di impegnare una grande percentuale delle proprie entrate per pagare gli interessi passivi.

### Quale ipotesi per il futuro?

In considerazione del fatto che il debito pubblico continua a crescere sia in termini assoluti (si veda la **Figura 1**) che in termini relativi (il rapporto Debito/Pil è evidenziato altrove in questo Osservatorio; si propone anche un grafico del rapporto Debito pubblico/Entrate statali - **Figura 3**), dovrebbe essere chiaro che, a parità di altri fattori, arriverà un momento in cui il mercato richiederà un maggiore premio per il rischio di un default italiano.



*Figura 3: Rapporto Debito Pubblico/Entrate Statali 1990 - 2012  
Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT*

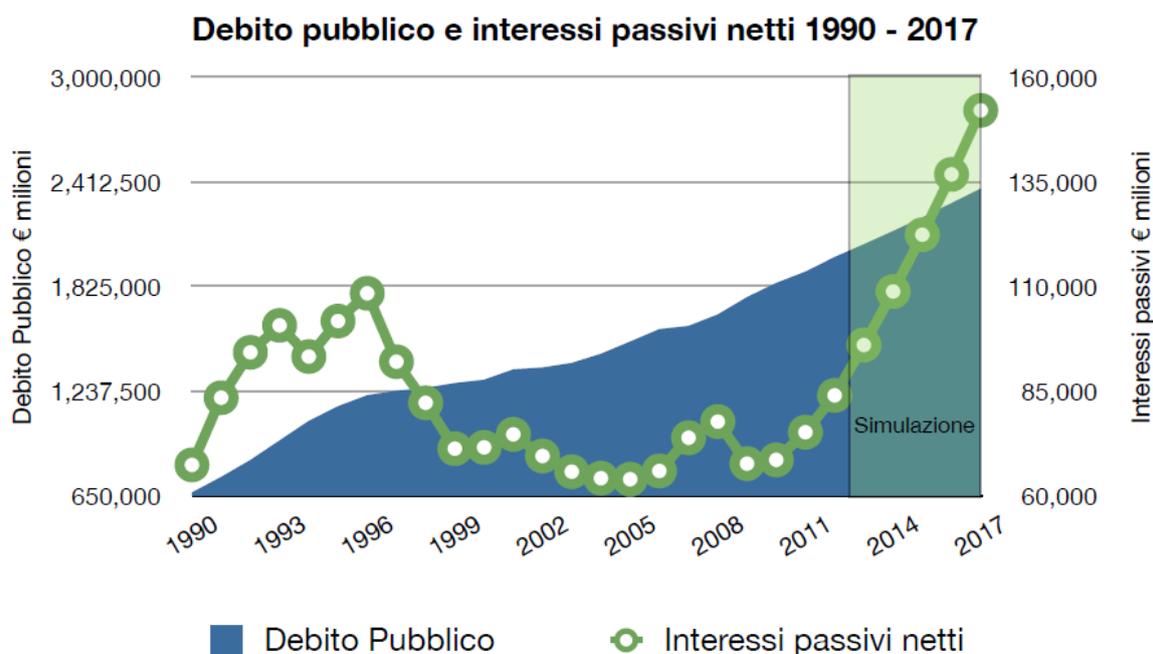
Come già menzionato sopra, un rialzo dei tassi d'interesse avrà un effetto graduale sugli interessi passivi a causa del fatto che gran parte del debito pubblico si trova sotto forma di Btp, ovvero titoli che non risentiranno dell'effetto dei tassi più alti fino al momento della scadenza (che comporterà nuove emissioni).

Si è deciso di simulare un ritorno al tasso d'interesse medio sul debito pubblico dal 1990, ovvero il 6,40% (nel 2012 il tasso è stato del 4,22%) [3]. Questo ritorno al tasso medio del 6,40% comporta quindi un aumento complessivo del 2,18% rispetto al livello del 2012. L'aumento è stato impostato in modo graduale, dividendolo in 5 anni, ovvero aumentando il tasso d'interesse sul debito pubblico dello 0,44% l'anno.

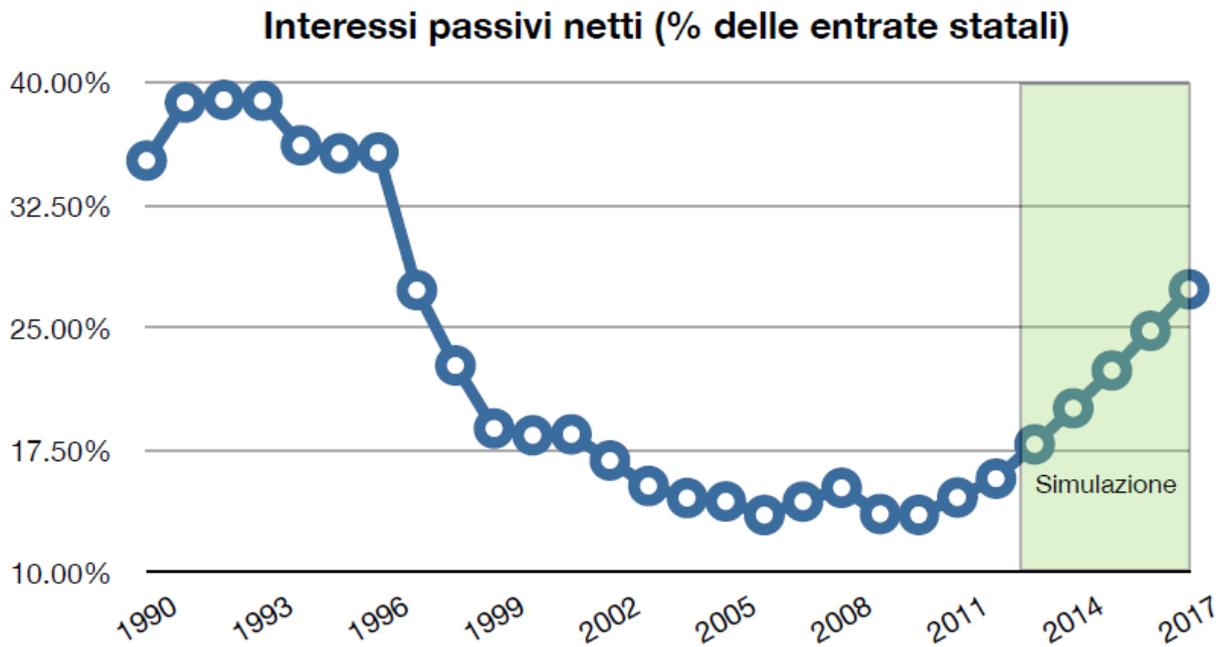
La simulazione tiene in considerazione anche l'andamento di due altri importanti variabili (si veda in parentesi le ipotesi utilizzate):

- il debito pubblico complessivo (una crescita del 3,60% l'anno, pari all'aumento avvenuto nel periodo 2008 - 2012);
- le entrate statali (una crescita dello 0,83% l'anno, pari all'aumento avvenuto nel periodo 2008 - 2012). Si noti che questa ipotesi è piuttosto ottimistica: in presenza di un Pil stagnante (nel periodo 2008 - 2012 è stato sostanzialmente fermo), aumentare ancora le entrate pare una missione piuttosto difficile. [4]

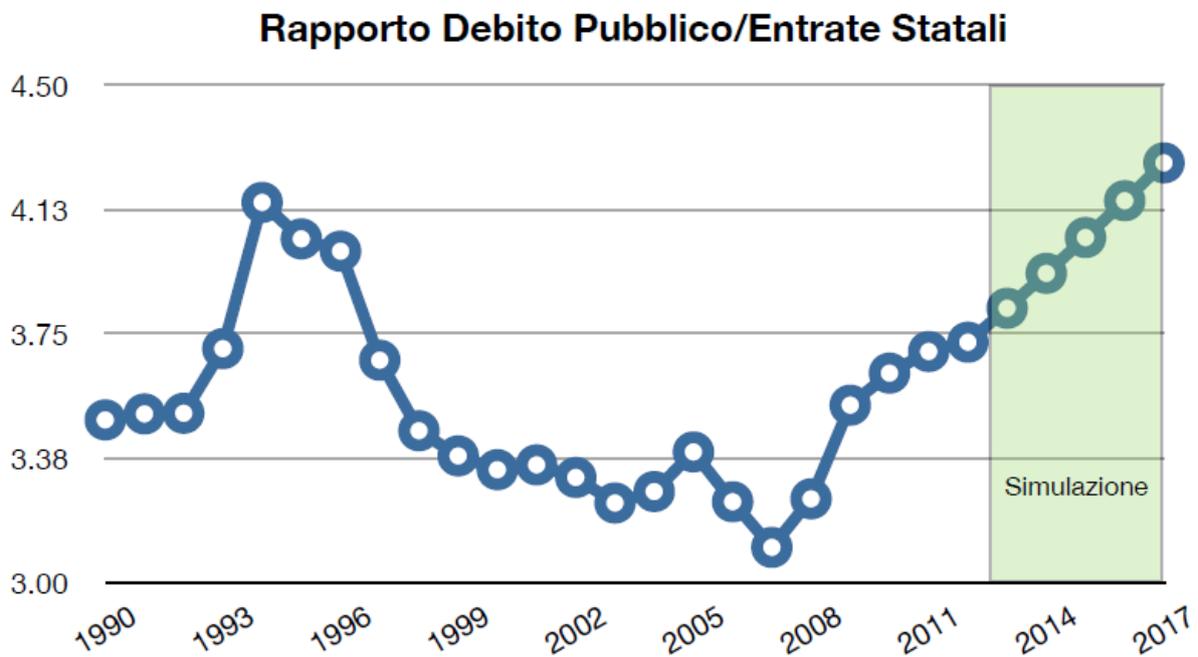
I risultati di queste simulazioni vengono riportati nelle **Figure 4, 5 e 6**, che aggiornano le **Figura 1, 2 e 3** per la simulazione del periodo 2013 - 2017.



*Figura 4: Debito pubblico e interessi passivi netti in Italia dal 1990 - 2012, con simulazione per il periodo 2013 - 2017.  
Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT*



*Figura 5: Interessi passivi netti espressi come percentuale delle entrate statali 1990 - 2012, con simulazione per il periodo 2013 - 2017*  
*Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT*



*Figura 6: Rapporto Debito Pubblico/Entrate Statali 1990 - 2012, con simulazione per il periodo 2013 - 2017*  
*Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT*

Si precisa che queste non sono previsioni, ma simulazioni utili per evidenziare le difficoltà obiettive della situazione in cui l'Italia si trova.

La conclusione è molto semplice:

***Se si continua con l'andamento attuale del debito pubblico, un modesto aumento dei tassi d'interesse potrebbe rivelarsi estremamente grave per lo stato dei conti pubblici.***

Andrew Lawford

### **Note**

[1] John Mauldin: "The Mother of All Painted-In Corners" (Thoughts from the Frontline - 25/5/13 - <http://www.mauldineconomics.com/frontlinethoughts/the-mother-of-all-painted-in-corners>). Per chi fosse interessato a seguire questo interessante economista e blogger, i suoi articoli vengono tradotti e pubblicati dal sito [www.scenarifinanziari.it](http://www.scenarifinanziari.it). Il link alla versione italiana dell'articolo è questo: <http://www.scenarifinanziari.it/NewsLetter.aspx?idNewsLetter=20130525.html>

[2] Definizione di "Austerità" (dizionari.corriere.it): "Politica di limitazione dei consumi privati e delle spese pubbliche".

[3] Il tasso d'interesse sul debito pubblico è calcolato dividendo gli interessi passivi netti per il debito pubblico totale, ovvero non soltanto lo stock di titoli di stato.

[4] L'ipotesi di un ulteriore aumento delle imposte fa tornare in mente un commento di Winston Churchill: "Una nazione che si tassa nella speranza di diventare prospera è come un uomo in piedi dentro un secchio che cerca di sollevarsi tirando il manico".

### **Nota sulla metodologia e fonte dati**

Fonte dati: ISTAT - Sintesi dei conti delle Amministrazioni Pubbliche

<http://www.istat.it/it/archivio/89879>

Per i dati sulle entrate statali si sono fatte le seguenti modifiche per depurare i dati il più possibile dagli effetti della previdenza sociale:

***Totale entrate complessive - Contributi sociali effettivi - Contributi sociali figurativi - Interessi attivi***

Gli interessi attivi sono stati sottratti perché gli interessi passivi netti li tiene già in considerazione.

Si nota che gli squilibri presenti nei conti dello Stato tra prestazioni sociali pagate e contributi incassati sono notevoli e sicuramente degni di approfondimento, ma non vengono trattati in questo articolo.

## Spesa per interessi e deficit pubblico

(Note economiche)  
di *Gabriele Serafini*

Che gli interessi passivi sul debito pubblico siano considerati *diversi* dal resto della spesa pubblica lo si evince dagli articoli che spesso compaiono sui giornali, a commento dei dati sulla finanza pubblica; ma in che cosa consista questa differenza, lo si deve poter rintracciare nella *teoria economica* che ne qualifica la natura.

Possiamo individuare, in tale ambito, almeno due approcci apparentemente opposti.

Secondo un primo approccio teorico che possiamo definire *Monetarista*, la spesa per interessi indica una parte dello *spiazzamento* (sostituzione) che la spesa pubblica opera a danno dell'economia privata, allorquando lo Stato si fa finanziare dai privati, distraendo così il risparmio dei cittadini dal finanziamento dell'economia privata.

Oltre a convogliare in altra direzione il risparmio privato, la necessità di collocare titoli pubblici tende a far alzare la remunerazione promessa agli investitori (i tassi di interesse) aumentando i costi di finanziamento delle imprese e riducendone così margini di profitto.

Secondo un altro approccio, che possiamo definire *Keynesiano*, invece, la spesa per interessi sul debito pubblico remunera il capitale di prestito di coloro i quali hanno una scarsa propensione a consumare, dimostrata dalla disponibilità a risparmiare prestando soldi allo Stato.

In quest'ultimo caso, non si tratta di un *effetto spiazzamento* degli investimenti privati, perché gli investitori scelgono di acquistare titoli pubblici, invece di realizzare un investimento produttivo, perché da

quest'ultimo non si attendono (più) una remunerazione adeguata. In più, il finanziamento allo Stato consente a quest'ultimo di procedere a spendere a sua volta, per consumi o per investimenti, *oltre* quanto saprebbe fare l'economia privata.

In entrambi gli impianti teorici, però, nel pagamento degli *interessi sul debito pubblico* si ravvisa sempre una spesa non direttamente produttiva, anche se nell'approccio monetarista *tutto* l'intervento pubblico causerebbe lo spiazzamento dell'economia privata, mentre nell'approccio keynesiano la catena causale sarebbe invertita e l'intervento pubblico si *aggiungerebbe* all'economia privata derivando da guadagni attesi delle imprese private, di scarso importo.

Oltre queste differenze teoriche, peraltro quasi sempre implicite nelle nostre menti quando ci mostriamo favorevoli oppure avversi a determinate scelte di politica economica, è possibile però una classificazione tecnica delle differenti *parti* della spesa pubblica (vedi *tabella 1*).

La spesa per interessi, infatti, non è indirizzata a coloro i quali devono far fronte ad esigenze immediate di consumo, in quanto risparmiatori privati, oppure in quanto imprese (anche bancarie) che non decidono di investire produttivamente quelle risorse finanziarie.

Altri tipi di spesa pubblica, invece, quale quella *sanitaria* o *pensionistica*, o quella per *stipendi* dei dipendenti della pubblica amministrazione o per *acquisti di materie* o *investimenti* pubblici, sono direttamente orientati ad una produzione di beni o servizi (a parte le ruberie e corruzione a cui ciascuno di noi può pensare).

Tramite questa tecnica, ci si sposta sul piano della *produttività* o meno della spesa pubblica, ossia sulla sua capacità di impiego di risorse per soddisfare bisogni *attuali* o *futuri*, e non solamente sul piano della *sostituzione* della spesa privata ad opera dello Stato; e dato che, almeno

a partire dagli anni Trenta del Novecento in poi, si è assistito ad un gigantesco incremento in tutto il mondo del peso dell'economia pubblica, questo è un piano ineludibile.

Senza pretendere di affrontare in poche righe l'argomento, emerge allora un aspetto fondamentale che dovrebbe qualificare la riflessione attorno alla spesa per interessi: essa non indica le attività pubbliche; indica l'*onere* per finanziare le attività pubbliche. Questo è il motivo (ovvio) della separazione dal resto della spesa, e, ancor di più, questo è il motivo dell'interesse condiviso dalle differenti scuole economiche oggi dominanti, per una sua riduzione.

Ora, nonostante una scuola (quella monetarista) attuerebbe la riduzione della spesa per interessi tramite la *riduzione* del fabbisogno di finanziamento e l'altra (quella keynesiana) lo farebbe tramite un *finanziamento con moneta* dello stesso fabbisogno finanziario, gli interessi sul debito pubblico costituiscono comunque la voce, che da circa venti anni manda in *deficit* lo Stato, a fronte di un *avanzo primario* derivante dal resto della spesa.

Questo significa che a fronte di una *spesa* per la soddisfazione dei bisogni *minore* delle *entrate* che la finanziano, il debito pubblico aumenta proprio per gli interessi passivi pagati ogni anno! (vedi *tabella 2*).

La situazione italiana attuale vede quindi un incremento delle necessità di finanziamento per pagare gli interessi sul finanziamento stesso; e parallelamente, per pagare gli interessi si riducono le spese per la soddisfazione dei bisogni.

Dopo venti anni di questa situazione, e date le continue riflessioni sulla necessità di intervenire su determinati settori della spesa pubblica *invece* che su altri, sarebbe il caso di informarsi su chi siano coloro i quali

prestano i soldi allo Stato, per capire se, oltre a ridurre i tassi d'interesse, si possa intervenire altrimenti per ridurre la spesa per interessi.

Per ora informiamoci e, dato che senza conoscere la realtà non possiamo intervenire per migliorarla, non possiamo che trattare di questo in un prossimo intervento.

*Tabella 1*

Uscite 2012	Euro	% della spesa complessiva	% della spesa primaria	% della spesa per interessi passivi
Redditi da lavoro dipendente	€ 165.366	20,64%	23,15%	52%
Consumi intermedi	€ 132.279	16,51%	18,52%	66%
Pensioni	€ 249.471	31,14%	34,92%	35%
Prestazioni sociali	€ 61.942	7,73%	8,67%	140%
Altre spese correnti	€ 57.480	7,18%	8,05%	151%
Investimenti	€ 29.224	3,65%	4,09%	297%
Contributi in conto capitale	€ 17.487	2,18%	2,45%	496%
Altri trasferimenti	€ 1.116	0,14%	0,16%	7770%
Interesse passivi	€ 86.717	10,82%	12,14%	100%
Totale senza interessi	€ 714.365	89,18%	100,00%	-
<b>Totale</b>	<b>€ 801.082</b>	<b>100,00%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fonte: Documento di economia e finanza (DEF). Settembre 2013. Dati in Milioni di Euro

*Tabella 2*

Entrate 2012	Euro	% delle entrate complessive
Entrate tributarie	472.164	62,67%
Contributi sociali	216.669	28,76%
Altre entrate correnti	59.649	7,92%
Entrate in conto capitale	4.967	0,66%
<b>Totale</b>	<b>753.449</b>	<b>100,00%</b>
Avanzo primario	39.084	
Interessi passivi	86.717	
<b>Deficit</b>	<b>- 47.633</b>	
Saldo primario	39.084	
Saldo primario/Entrate	5,19%	
Saldo primario/Uscite	4,88%	
PIL	€ 1.565.900	
Saldo primario/PIL	2,50%	

Fonte: DEF. Settembre 2013. Dati in Milioni di Euro

## Conclusioni

Concludiamo l'Osservatorio dei dati economici italiani relativi al 3° trimestre 2013 con una veloce sintesi dei dati più salienti:

- Debito Pubblico: 2.068,6 miliardi.
- Prodotto Interno Lordo: -1,9% (variazione acquisita 2013).
- Rapporto Debito/Pil: 132,90% (previsioni MEF per il 2013).
- Rapporto Deficit/Pil: 3,1% (previsioni MEF per il 2013).
- Inflazione: 1,2% (variazione acquisita 2013).
- Disoccupazione: 12,5%.
- Disoccupazione giovanile: 40,4%.

Il prossimo numero dell'Osservatorio sui dati economici italiani uscirà a metà febbraio 2014 con i dati italiani di fine 2013.

*Maurizio Mazziero*

### Stime debito pubblico per il mese di ottobre

Secondo le stime Mazziero Research il debito pubblico potrebbe segnare un nuovo massimo storico nella rilevazione di ottobre con un incremento di 20-21 miliardi che lo porterebbe a circa 2.089 miliardi.

### Stime variazione Pil trimestrale nel 4° trimestre 2013

Secondo le stime Mazziero Research il Pil trimestrale nel 4° trimestre potrebbe segnare una modesta variazione positiva compresa tra +0,1 e +0,3%, interrompendo la serie negativa di nove trimestri.

### Nota per la distribuzione

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

### Invito ad approfondire

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

## Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2012*, aprile 2013
- Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione Europea*, 5 luglio 2013
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 31 maggio 2013
- Banca d'Italia, *La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea – Intervento Ignazio Visco*, 1 settembre 2013
- Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico
- Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 73, luglio 2013
- Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre 2013
- Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
- Consiglio dei Ministri, *Relazione al Parlamento 2013*, 21 marzo 2013
- Dagong, *Dagong Downgrades the U.S. Sovereign Credit Ratings to A-*, 16 ottobre 2013
- Dagong, *Dagong Downgrades Portugal's Ratings from BB+ to BB and Maintains the Negative Outlook*, 4 settembre 2013
- Dagong, *Dagong Downgrades the Sovereign Credit Outlook of the Netherlands to Negative*, 13 settembre 2013
- European Commission, *Europe's budgetary surveillance moves into full gear*, 15 novembre 2013
- Fitch, *Fitch Revises Spain's Outlook to Stable; Affirms at 'BBB'*, 1 novembre 2013
- Fitch, *Fitch Affirms Italy at 'BBB+'; Outlook Negative*, 25 ottobre 2013
- Fitch, *Fitch Places United States' 'AAA' on Rating Watch Negative*, 15 ottobre 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades Croatia to 'BB+'; Outlook Stable*, 20 settembre 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades European Financial Stability Facility to 'AA+'*, 15 luglio 2013
- Fitch, *Fitch Downgrades France to 'AA+'; Outlook Stable*, 12 luglio 2013
- Maura Francese e Angelo Pace, *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Banca d'Italia, Occasional paper n. 31, 2008
- International Monetary Found, *2013 Article IV Consultation with Italy*, 27 settembre 2013
- International Monetary Found, *2013 Article IV Consultation with Italy*, 4 luglio 2013
- International Monetary Found, *World Economic Outlook – Gradual Upturn in Global Growth During 2013*, 23 gennaio 2013
- International Monetary Found, *Concluding Statement of the IMF Mission*, 16 maggio 2012
- Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
- Istat, *Annuario Statistico 2010*
- Istat, *Indicatori Demografici – Stime per l'anno 2011*, 27 gennaio 2012
- Istat, *Conti Economici Trimestrali*
- Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
- Istat, *Conti Economici Nazionali*
- Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 21 ottobre 2013
- Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*, 4 novembre 2013
- Istat, *Occupati e disoccupati*
- Istat, *Pil e indebitamento AP anni 2010-2011*, 1 marzo 2013
- Istat, *Prezzi al consumo*
- Istat, *Stima preliminare del Pil*
- I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*

Mazziere Research, *Italia: economia a metà 2013*, 10 settembre 2013  
 Mazziere Research, *Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.*, 16 maggio 2012  
 Mazziere Research, *Italia: economia a fine 2012*, 18 febbraio 2013  
 Mazziere Research, *Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.*, 20 novembre 2012  
 Mazziere Research, *Italia: economia a metà 2012*, 10 settembre 2012  
 Mazziere Research, *Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.*, 11 giugno 2012  
 Mazziere Research, *Italia 2011: un anno di sofferenza*, 18 febbraio 2012  
 Mazziere Research, *Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.*, 13 dicembre 2011  
 Mazziere Research, *Italia: l'economia al giro di boa del 2011*, 16 agosto 2011  
 Mazziere Research, *Italia 1q2011: Pil, debito & Co.*, 17 maggio 2011  
 Mazziere Research, *2010: un altro anno a debito per l'Italia*, 29 marzo 2011  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanza 2013*, 20 settembre 2013  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro  
 Moody's, *Moody's changes outlook on Portugal's Ba3 rating to stable from negative*, 8 novembre 2013  
 Moody's, *Moody's changes outlook on US Aaa sovereign rating to stable from negative; rating affirmed*, 18 luglio 2013  
 Ocse, *OECD Economic Surveys Italy*, maggio 2013  
 Ocse, *OECD Economic Outlook*, maggio 2013  
 Ocse, *Italy Reviving Growth and Productivity*, settembre 2012  
 Senato della Repubblica, *Esame preliminare del disegno di legge di stabilità 2014*, 29 ottobre 2013  
 Senato della Repubblica, *Audizione preliminare all'esame della Manovra Economica per il triennio 2014-2016*, 29 ottobre 2013  
 Senato della Repubblica, *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2013*, 23 aprile 2013  
 Standard & Poor's, *France Long-Term Ratings Lowered To 'AA' On Weak Economic Growth Prospects And Fiscal Policy Constraints; Outlook Stable*, 8 novembre 2013  
 Standard & Poor's, *Outlook On Croatia Revised To Negative On Structural Challenges Constraining Growth; Ratings Affirmed at 'BB+/B'*, 2 agosto 2013  
 Standard & Poor's, *Long-Term Ratings On Italy Lowered To 'BBB'; Outlook Negative*, 9 luglio 2013  
 Standard & Poor's, *Outlook On Portugal Revised To Negative On Growing Political Uncertainties; 'BB/B' Ratings Affirmed*, 6 luglio 2013  
 Standard & Poor's, *Ratings on Spain Affirmed at 'BBB-'; Outlook Negative*, 14 giugno 2013  
 Standard & Poor's, *United States of America 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Revised To Stable On Receding Fiscal Risks*, 10 giugno 2013

# Quaderno di Ricerca

## Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co.

Anno 3, Numero 4; ISSN 2283-7035

### **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.*

##### *Gabriele Serafini*

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

Vanzago, 18 novembre 2013

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

**MAZZIERO RESEARCH – Copyright ©2013 – Tutti i diritti riservati**