

Quaderno di Ricerca

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Italia economia a fine 2013

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2014 – Tutti i diritti riservati

Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 6
I contributi per la stabilità	Pag. 8
Le entrate e le uscite	Pag. 9
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 11
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 17
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 18
L'inflazione	Pag. 21
La disoccupazione	Pag. 23
Approfondimenti	Pag. 25
<i>Il focus di IdeasHaveConsequences.org</i>	Pag. 25
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 33
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 36
Conclusioni	Pag. 44
Bibliografia	Pag. 45

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

Il cerchio si stringe.

La prima avvisaglia fu a marzo dello scorso anno, quando Jeroen Dijsselbloem, presidente dell'Eurogruppo, dichiarò che il prelievo forzoso dei conti bancari a Cipro poteva costituire un modello per la soluzione della crisi in Europa; affermazione poi mitigata da una ritrattazione di circostanza.

Poi a ottobre, nel riquadro 6 del Fiscal monitor del Fondo Monetario Internazionale si poteva leggere che: “una misura per riequilibrare la sostenibilità del debito può essere quella di applicare una tassa “una tantum” sulla ricchezza; affinché riesca deve essere applicata con tempestività, per evitare fughe di capitale, e vi deve essere la convinzione che si tratterà di una misura straordinaria che non verrà ripetuta.” Il box si concludeva con una stima dell'aliquota del prelievo necessaria a riportare una quindicina di paesi dell'Eurozona ai livelli pre-crisi: il 10%.

Infine è stata la volta della Bundesbank che in un documento di gennaio ricordava: “sono gli Stati i principali responsabili delle politiche fiscali ed economiche nazionali, mentre è esclusa un'assunzione di responsabilità da parte di altri Stati attraverso una politica monetaria unica; sono quindi i contribuenti dei rispettivi Stati a dover rispondere del proprio debito sovrano. Pertanto qualora i problemi di solvibilità non possano essere risolti, i contribuenti stessi potranno essere chiamati a sopportare i rischi finanziari delle loro stesse decisioni di investimento in linea con i principi dell'economia di mercato. L'intervento comunitario verrà limitato alla difesa della stabilità finanziaria della zona euro nel suo insieme.”

Il cerchio ormai lascia sempre meno margini di manovra.

Maurizio Mazziero

I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Stabile
Belgio	AA	Negativo	AA	Negativo	Aa3	Negativo	A+	Negativo
Cipro	B-	Stabile	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	Caa3	Stabile	CC	Negativo
Irlanda	BBB+	Positivo	BBB+	Negativo	Baa3	Positivo	BBB	Negativo
Italia	BBB	Negativo	BBB+	Negativo	Baa2	Stabile	BBB-	Negativo
Lettonia	BBB+	Positivo	BBB+	Stabile	Baa2	Positivo	BBB-	Stabile
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	AA+	Stabile	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	Stabile	NA	NA
Spagna	BBB-	Stabile	BBB	Stabile	Baa3	Stabile	A	Negativo
Stati Uniti	AAA	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

- 15 ottobre 2013, Fitch pone sotto osservazione il rating USA per una possibile revisione negativa dell'outlook.
- 16 ottobre 2013, Dagong declassa gli Stati Uniti da A ad A-, con 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.
- 29 novembre 2013, S&P declassa l'Olanda da AAA ad AA+, con outlook stabile.
- 29 novembre 2013, S&P migliora l'outlook della Spagna da negativo a stabile.
- 29 novembre 2013, S&P promuove Cipro a B- da CCC+, con outlook stabile.
- 29 novembre 2013, Moody's promuove la Grecia a Caa3 da C, con outlook stabile.
- 4 dicembre 2013, Moody's migliora l'outlook della Spagna da negativo a stabile.
- 13 dicembre 2013, S&P conferma l'Italia a BBB, con outlook negativo.
- 20 dicembre 2013, S&P declassa l'Unione Europea da AAA ad AA+, con outlook stabile.
- 20 dicembre 2013, S&P conferma il Regno Unito ad AAA, con outlook negativo.
- 20 dicembre 2013, S&P conferma l'Irlanda ad BBB+, con outlook positivo.
- 20 dicembre 2013, Fitch conferma la Francia ad AA+, con outlook stabile.
- 26 dicembre 2013, Dagong conferma il Lussemburgo ad AAA con outlook stabile.
- 31 dicembre 2013, Dagong conferma la Germania ad AA+ con outlook 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

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

Il commento

Il quarto trimestre del 2013 e questa prima parte del 2014 hanno confermato una tendenza già iniziata da metà dell'anno scorso: il progressivo miglioramento di alcuni paesi periferici e il lieve deterioramento del merito di credito dei paesi "core" dell'Eurozona.

Fra le azioni che hanno riguardato l'Italia troviamo una conferma del rating da parte di Fitch e S&P e un declassamento da parte di Dagong. Fra le motivazioni riportate nel giudizio della casa cinese di valutazione troviamo: l'assenza di azioni volte alla diminuzione del debito e la fragilità politica del Governo; la mancanza di riforme strutturali e il deterioramento della solidità del sistema bancario.

Motivazioni francamente innegabili, che spingerebbero secondo gli analisti Dagong a un ulteriore peggioramento del rapporto debito/Pil al 139% nel 2014 e al 141,7% nel 2015.

Infine, il 14 febbraio, Moody's ha migliorato l'outlook dell'Italia da negativo a stabile, mantenendo il rating a Baa2. Fra le motivazioni riportate Moody's si aspetta il picco del rapporto debito/Pil al 135% nell'anno in corso, mentre i rischi per la gestione del debito restano limitati grazie a una scadenza media dei titoli di Stato di 6,4 anni e una trascurabile esposizione alle valute estere. Moody's riconosce inoltre che l'Italia ha rispettato per il secondo anno consecutivo il vincolo di bilancio del 3% di deficit sul Pil e ha mantenuto i propri impegni di finanziamento degli organismi di salvataggio comunitari.

Malgrado ciò le valutazioni delle agenzie di rating restano sempre ostiche per il Governo italiano, che si trova così intralciato nella sua opera di convincimento, all'interno e all'esterno dei confini, sul definitivo cammino verso la strada del risanamento.

Si assiste così a una periodica contestazione delle agenzie di rating da parte di Ministri e Parlamentari che ricordano quando nei banchi di scuola gli alunni controbattono sui voti assegnati; l'ultima curiosa notizia in ordine di tempo è relativa a un'indiscrezione trapelata in un articolo del Financial Times il 4 febbraio scorso.

Secondo il giornale britannico la Corte dei Conti avrebbe avviato un'istruttoria nei confronti delle agenzie di rating per i declassamenti attribuiti nel corso del 2011; tali declassamenti avrebbero contribuito ad aggravare la crisi e l'ampiezza dello spread con i Bund tedeschi, peggiorando così i costi di emissione dei titoli di Stato italiani.

Secondo le indiscrezioni la Corte dei Conti ravviserebbe una falla nei metodi di valutazione, che non terrebbero conto "dell'alto valore del patrimonio storico, culturale e artistico del nostro Paese che universalmente riconosciuto rappresenta la base della sua forza economica"; la Corte pertanto sarebbe intenzionata ad avviare una richiesta di risarcimento "record" di 234 miliardi di euro.

Se non propriamente smentita, la notizia è stata mitigata affermando che al momento non si tratta di una citazione vera e propria, ma di un'inchiesta giudiziaria contabile nei confronti delle agenzie di rating. Un'inchiesta che lascia qualche perplessità anche sotto il profilo del conflitto di attribuzione visto che la Corte dei Conti è deputata al controllo delle Amministrazioni Pubbliche.

Cercando di valutare la vicenda senza farsi coinvolgere da sentimenti patriottici, non è difficile comprendere come questa mossa sia al tempo stesso un atto di disperazione e un atto di accusa: di disperazione perché incolpare le agenzie di rating è come inveire al termometro quando si ha la febbre; di accusa perché se davvero il patrimonio culturale costituissero quella risorsa capace di invertire le sorti economiche del nostro Paese non si comprende perché i Governi non agiscano in tal senso e non lo facciano al più presto.

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2012		2013	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	1.943.349	36.612	2.022.719	34.341
Febbraio	1.936.240	-7.109	2.017.615	-5.104
Marzo	1.954.489	18.249	2.034.725	17.110
Aprile	1.957.411	2.922	2.041.284	6.559
Maggio	1.974.718	17.307	2.074.558	33.274
Giugno	1.982.230	7.512	2.075.117	559
Luglio	1.977.485	-4.745	2.072.863	-2.254
Agosto	1.975.632	-1.853	2.060.005	-12.858
Settembre	1.995.143	19.511	2.068.565	8.560
Ottobre	2.014.693	19.550	2.085.321	16.756
Novembre	2.020.668	5.975	2.104.068	18.747
Dicembre	1.988.363	-32.305	2.067.490	-36.578
Incremento		81.626		79.112

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

I fatti

- Debito a fine 2013: 2.067 miliardi, 36,5 miliardi al di sotto del massimo storico.
- L'incremento del debito da inizio 2013 è di 79 miliardi, inferiore agli 81,6 miliardi del 2012.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente al 30 aprile 2013, è di 34.589 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 767 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 59%, quasi il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 30%.

Il commento

Pur con una forte riduzione a dicembre (-36 miliardi rispetto al record storico di 2.104 miliardi segnato a novembre) il debito pubblico resta ancora sostenuto e, nel contempo, non vi sono ancora elementi per poter parlare di inversione di tendenza; il riquadro nella pagina successiva riporta le nostre stime di una ripresa della crescita del debito nel prossimo mese.

Nella sezione dedicata al Prodotto Interno Lordo si potrà constatare che pur avendo finalmente segnato un dato positivo delle crescita trimestrale, questa resta minimale e al di sotto la media europea; ciò significa che non si verificano ancora quelle condizioni per una riduzione concreta del rapporto debito/PIL.

Dopo lo spauracchio del 2011, i mercati si presentano attualmente abbastanza clementi nei confronti dei titoli emessi dal Tesoro: il 14 febbraio lo spread BTP/Bund ha chiuso a 199, appena sotto la soglia psicologica dei 200 punti.

Occorre sperare che le misure e le dichiarazioni (Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough. – Mario Draghi, 26 luglio 2012) restino ben impresse fra gli investitori in quanto qualora i mercati cercassero di provarne l'efficacia la situazione potrebbe diventare difficile.

A tal riguardo nell'introduzione di questo Osservatorio, abbiamo accennato alla recente presa di posizione della Bundesbank che è inequivocabile nell'affermare che: i cittadini sono i diretti responsabili dei debiti accumulati dai propri Governi e nel caso di problemi di solvibilità saranno i cittadini stessi a doverne rispondere senza attendersi partecipazioni di altri Stati comunitari.

Stime debito pubblico per il mese di gennaio

Dopo il forte ripiegamento del debito pubblico a dicembre la Mazziero Research stima una ripresa della crescita a gennaio di circa 15 miliardi con una rilevazione che potrebbe situarsi in una forchetta tra 2.078 e 2.083 miliardi.

(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%
Anno 2013	2.067.490	79.127	3,98%	1,20%
Incremento		767.149	59,00%	30,00%

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a fine 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La **Tabella 4** mostra la progressione del debito pubblico a partire dall'anno 2000; da allora il debito è passato da 1.300 a 2.067 miliardi con un incremento di 767 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 30% da inizio 2000, mentre il debito è aumentato quasi il doppio 59%. 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 2013 insieme alla forte riduzione nel mese di dicembre.

Tale riduzione da noi battezzata window dressing, in analogia con i mercati finanziari, è ormai una consuetudine dal 2012 e mira a un miglioramento del dato di fine anno, favorito dagli introiti degli acconti fiscali; ciò nonostante nel 2013 non ha rappresentato una significativa inversione di tendenza e dalle prime avvisaglie non sembrerebbe esserlo nemmeno per il 2014.

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
Nov. 2013	10.007	33.617	11.465	55.089

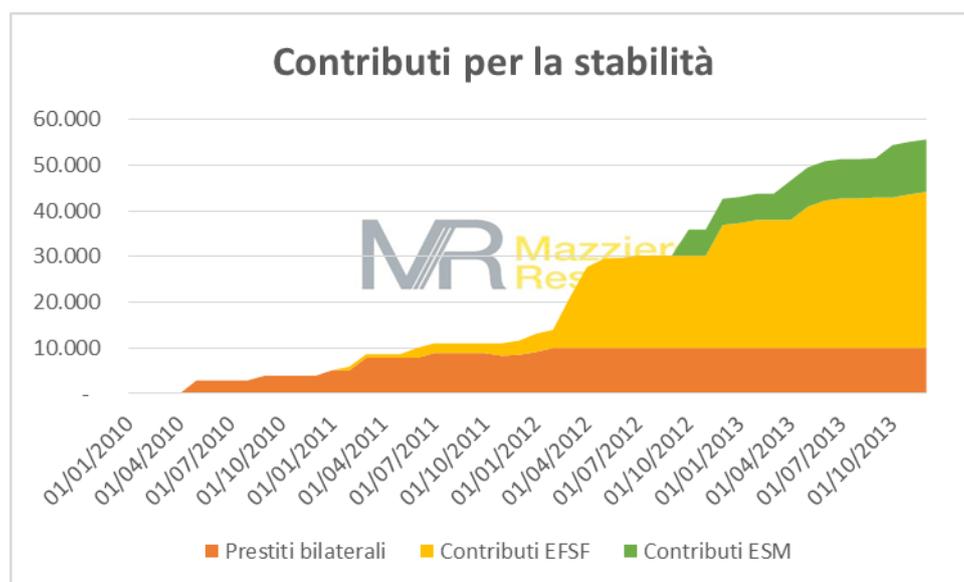
*Tabella 5: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino a fine 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

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 55 miliardi di euro.



*Figura 1: Progressione contributi versati dall'Italia sino a fine 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2012			2013		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	31.808	20.658	11.150	32.034	18.122	13.912
Febbraio	27.784	33.632	-5.848	29.140	40.383	-11.243
Marzo	28.729	43.038	-14.309	30.022	46.050	-16.028
Aprile	29.791	36.410	-6.619	32.993	46.978	-13.985
Maggio	37.475	53.901	-16.426	33.436	30.389	3.047
Giugno	41.047	29.178	11.869	50.759	58.801	-8.042
Luglio	43.413	54.115	-10.702	38.415	54.501	-16.086
Agosto	37.152	28.421	8.731	33.764	28.444	5.320
Settembre	23.915	25.131	-1.216	23.503	13.816	9.687
Ottobre	32.718	37.369	-4.651	32.186	64.496	-32.310
Novembre	39.461	75.105	-35.644	33.563	71.064	-37.501
Dicembre	79.725	73.131	6.594	95.007	75.595	19.412
Incremento	453.018	510.089	-57.071	464.822	548.639	-83.817

Tabella 6: Andamento entrate e uscite statali dal 2012 a fine 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Nel 2013 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 83,8 miliardi.
- Il disavanzo nel 2012 era stato di 57,07 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2013 è stata di 38,7 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2012 è stata di 37,7 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2013 è stata di 45,7 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2012 è stata di 42,5 miliardi.
- Le entrate tributarie nel 2013, se confrontate in modo omogeneo con il 2012, vedono nei primi 11 mesi un aumento del gettito dell'1,2% pari a 5 miliardi.

Il commento

La **Tabella 6** riporta l'andamento delle entrate e delle uscite per gli anni 2012 e 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 nel 2013 la media mensile delle entrate è leggermente aumentata rispetto al medesimo periodo del 2012, nel contempo l'aumento della media delle uscite è stato ben superiore.

Nella **Tabella 7** viene riportato lo scostamento tra la media delle entrate e delle uscite mensili fra il 2012 e il 2013; come si può notare ne risulta una differenza negativa di oltre 2 miliardi, il che dimostra come le uscite nel 2013 siano aumentate a un ritmo maggiore rispetto alle entrate.

Entrate	Uscite	Differenza
984	3.213	-2.229

Tabella 7: Scostamento su media entrate e uscite mensili nei 12 mesi 2012 e 2013
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Osservando con maggiore dettaglio la **Tabella 6** si può notare come lo sbilancio fra entrate e uscite sia stato particolarmente consistente nei mesi di ottobre e novembre; pur evidenziando un'analogia con il mese di novembre del 2012, questo aspetto potrebbe essere derivato in qualche misura da un'accelerazione del ritmo di pagamento dei debiti della pubblica amministrazione, sebbene allo stato attuale (aggiornamento MEF del 22 gennaio 2014, si veda la **Figura 2**) tali pagamenti restino limitati a 22 miliardi.



*Figura 2: Pagamento debiti della PA ai creditori
(Fonte: MEF Dipartimento del Tesoro)*

Passando al dettaglio delle entrate tributarie e contributive, queste hanno registrato nei primi 11 mesi del 2013 un calo del 5,2% (31,1 miliardi) rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente.

Osservando con più dettaglio le sole entrate tributarie lo sbilancio sarebbe del 7,3%, pari a 29,8 miliardi, questo risultato però riflette il differimento a dicembre dei pagamenti dei versamenti in autoliquidazione per l'acconto IRPEF, IRES e IRAP; se si procedesse a un confronto omogeneo tra il 2012 e il 2013 il gettito crescerebbe dell'1,2% pari a 5 miliardi.

Per quanto riguarda le entrate contributive nei primi 11 mesi del 2013, l'INPS vede una riduzione dello 0,7% (1,3 miliardi) e l'INAIL del 2,9% (236 milioni); la riduzione dei premi incassati dall'INAIL riguarda molto probabilmente la chiusura di attività produttive nel corso dell'anno, mentre la diminuzione INPS sottende una flessione delle riscossioni ex-INPDAP, in linea con l'andamento delle retribuzioni del settore pubblico.

Relativamente alla pressione fiscale, in una nota del 7 febbraio il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha ribadito che nel 2013 questa si è attestata al 44,3% del PIL; sempre secondo il Ministero questo valore dovrebbe scendere fino al 43,7% del PIL nel 2016.

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.

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%
Anno 2013	1.722.670	6,43	78.660	4,57%
Gennaio 2014	1.738.255	6,38	NA	NA

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

I fatti

- Circolante titoli di Stato a gennaio 2014 pari a 1.738 miliardi, massimo storico.
- Circolante titoli di Stato a dicembre 2013 pari a 1.723 miliardi.
- Vita media residua a 6,38 anni, poco discosto dai minimi degli ultimi 7 anni.
- Tassi di interesse medi a gennaio: BOT 0,67%, BTP 3,45%, CCT 1,55%, ai minimi da oltre 3 anni.

Il commento

L'ammontare di titoli di Stato in circolazione ha raggiunto il suo massimo storico a novembre con 1.764 miliardi, rientrato poi a 1.723 miliardi a fine anno e già in sostanziale aumento a gennaio a 1.738 miliardi.

Come si era già delineato nel precedente Osservatorio, nel corso dell'ultimo mese del 2013 sarebbero state annullate diverse emissioni, migliorando così il profilo di indebitamento e di ricorso al mercato dei capitali nella consueta operazione di abbellimento (window dressing) di fine anno.

Si tratta di operazioni comunque di corto respiro in quanto le emissioni di titoli di Stato sono finalizzate a finanziare un debito pubblico in continuo aumento; già nel mese di gennaio il circolante è cresciuto di 15 miliardi e secondo un articolo del Financial Times dell'8 gennaio le emissioni quest'anno dovrebbero aggirarsi in circa 470 miliardi, valore vicino al massimo autorizzato dal Parlamento nel 2013.

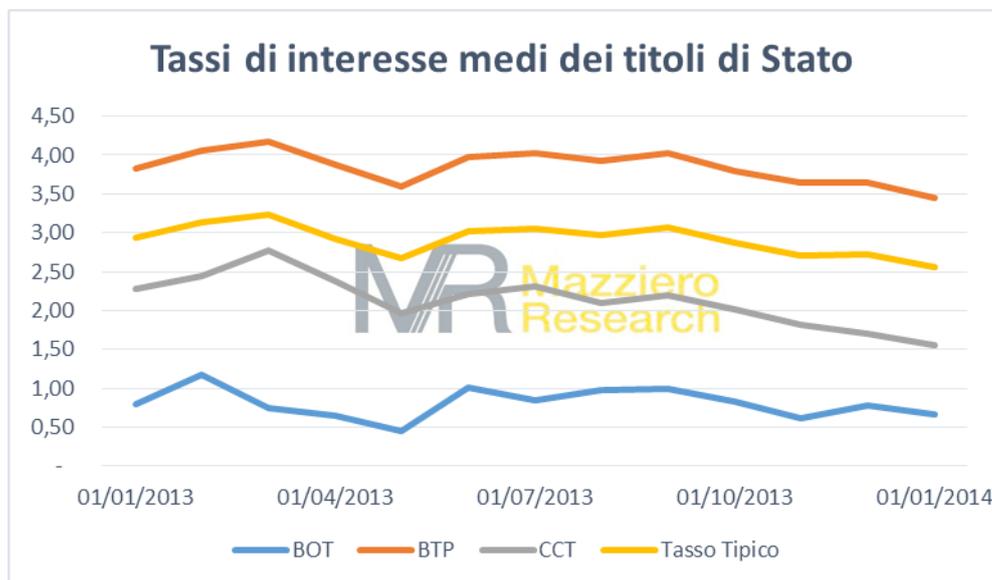
Gran parte di queste emissioni finiscono nel capitale delle banche nazionali, che poi cercano come possono di distribuire ai singoli risparmiatori. In una nota dell'EBA (European Banking Authority) del 16 dicembre scorso si rilevava che l'esposizione delle banche europee nei confronti dei titoli sovrani dei rispettivi paesi, presentava un +9,5% nel periodo gennaio 2012-giugno 2013.

Da questi dati emergeva inoltre che le banche, in particolare italiane e spagnole, probabilmente anche grazie ai fondi a basso costo della Bce avevano acquistato cospicui quantitativi di titoli di Stato nazionali attuando in questo modo delle vantaggiose operazioni di *carry trade* che permettevano nel contempo ai governi di finanziare il debito a un tasso sostenibile.



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

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



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

Nel grafico viene riportato anche un Tasso Tipico che costituisce la media ponderata dei tassi in base alla suddivisione della tipologia di titoli di Stato circolanti, riportati nella **Figura 8**. Praticamente tutti i tassi, con una lieve eccezione per quello dei Bot, appaiono vicino ai valori minimi.

Quanto rende investire in Bot

È abbastanza curioso calcolare il rendimento di un investitore in Bot; secondo i dati di Banca d'Italia il tasso di interesse medio ponderato a gennaio era dello 0,67%, ma occorre anche considerare che:

- Tale rendimento è soggetto a una ritenuta del 12,5%, che erode quindi un 0,084%.
- Al conto titoli viene applicato un bollo pari allo 0,20% sull'ammontare di ciascun titolo in portafoglio.
- La commissione bancaria per il collocamento costa fino allo 0,30% per i Bot annuali.

Ne consegue pertanto che il rendimento dell'investimento in un Bot annuale scende allo 0,086%; in pratica ogni 1.000 euro di investimento:

- 2,84 euro resteranno allo Stato in tasse e bolli.
- 3,00 euro verranno incassati dalla banca per commissioni.
- 0,86 euro resteranno all'investitore.

Detto in altri termini, fatto 100 il rendimento di un Bot il 42,4% se lo tiene lo Stato, il 44,8% se lo accaparra la banca, mentre al povero risparmiatore rimane solo il 12,8% di questa torta.

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

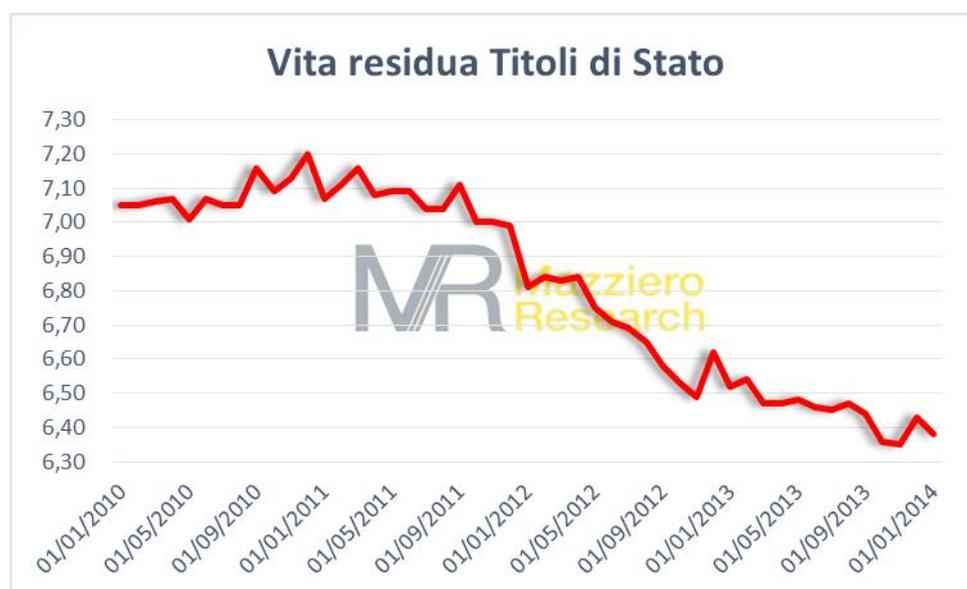
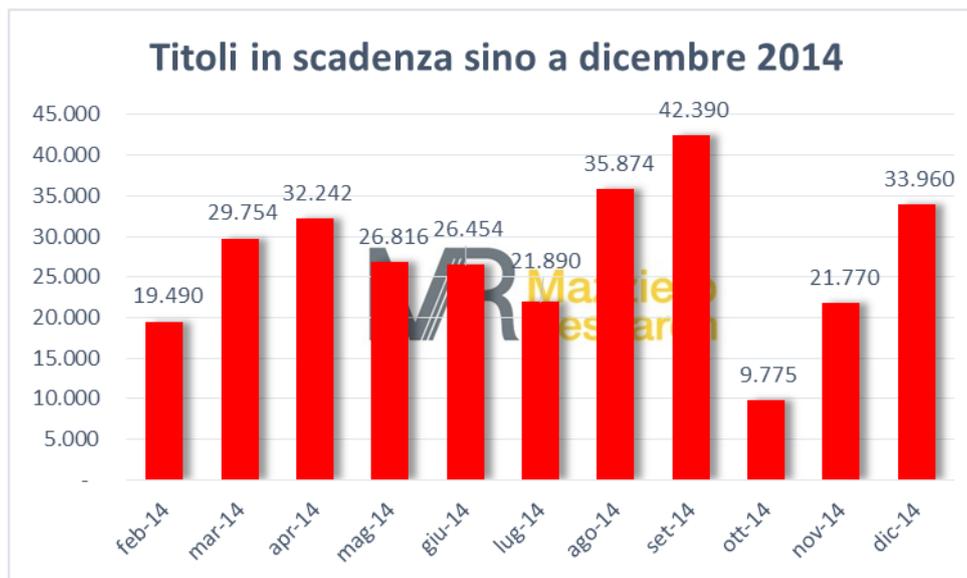


Figura 5: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2010 a gennaio 2014
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

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



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

La **Figura 6** mostra l'ammontare di titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2014, come si può osservare tutti i mesi presentano un programma di rinnovo piuttosto impegnativo con una forte impennata estiva nei mesi di agosto e settembre.

La **Figura 7** invece riporta il piano delle scadenze sino al 2025, la diminuzione degli importi nel corso del tempo non deve trarre in inganno in quanto si tratta di una conformazione usuale dato che non comprende la somma allocata in Bot; questi titoli infatti hanno una scadenza inferiore all'anno.

Il fatto stesso però che già all'inizio del 2014, l'ammontare in scadenza nel 2015 sia intorno ai 215 miliardi costituisce senz'altro un segnale di allerta che non può essere ignorato. Per risolvere questo aspetto il Tesoro si sta già muovendo promuovendo un'operazione di concambio di titoli con scadenza 2015 e 2017 con titoli a scadenza 2018. L'osservazione della **Figura 7** su queste annualità fornisce la motivazione e la congruenza di tale operazione.



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

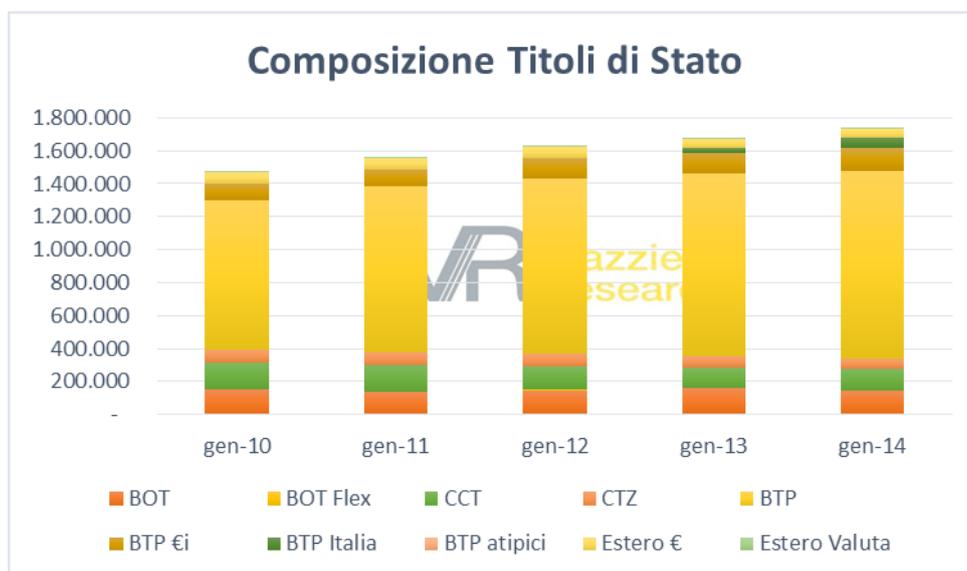


Figura 8: Tipologia dei Titoli di Stato da gen. 2010 a gen. 2014 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
147.797	-	124.717	67.891	1.139.068
BTP €	BTP Italia	BTP atipici	Estero €	Estero Valuta
134.709	66.376	563	55.469	1.665

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

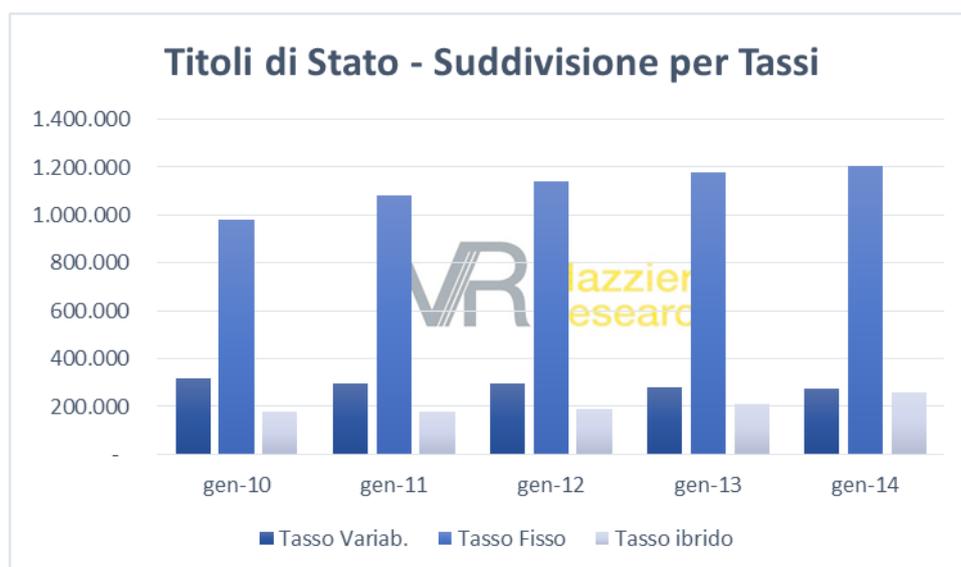


Figura 9: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato da gen. 2010 a gen. 2014 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

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

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

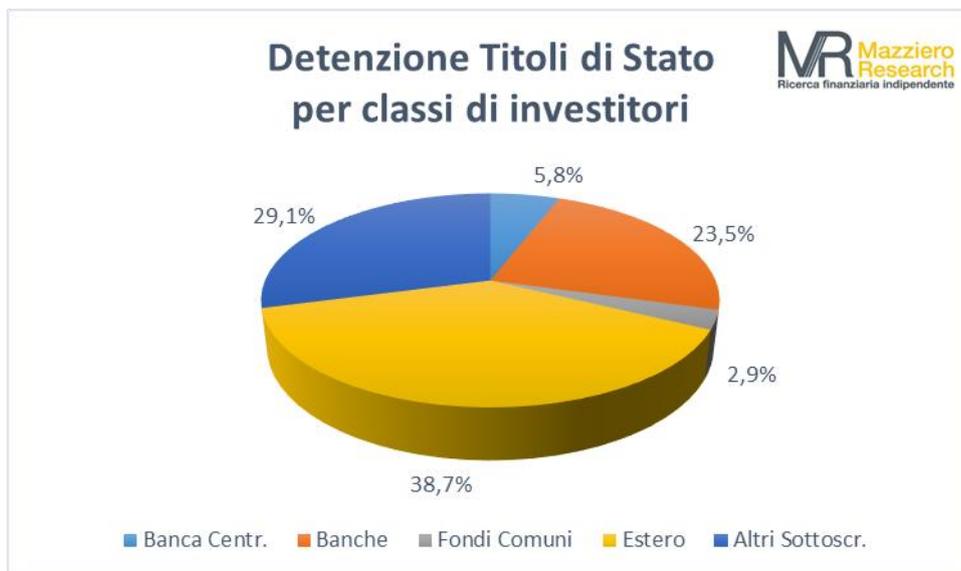


Figura 10: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori ad agosto 2013 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

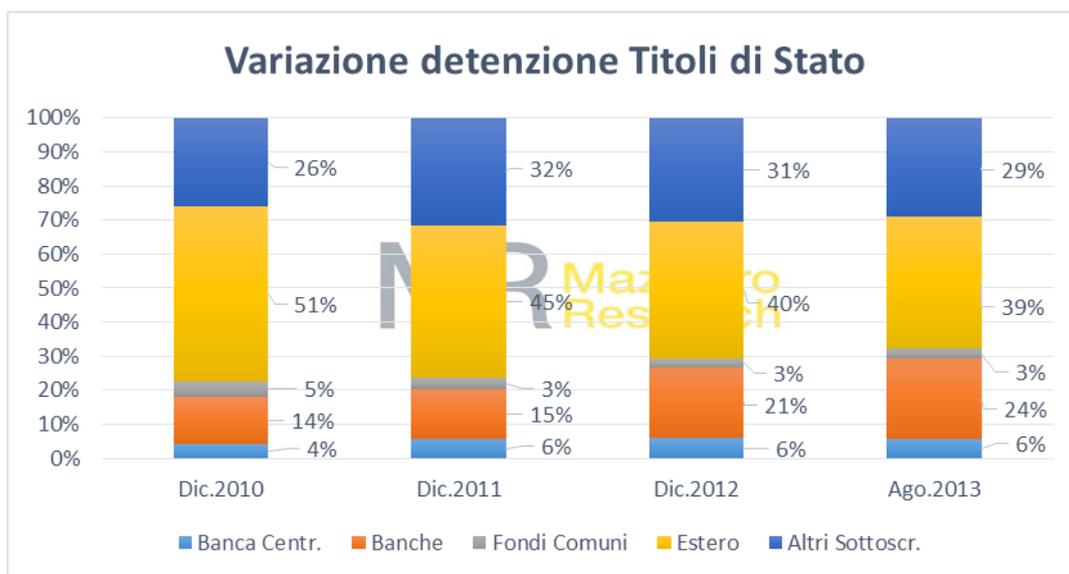


Figura 11: Variazione nelle classi di detenzione di Titoli di Stato da dic. 2010 ad ago. 2013 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	26.537		24%
Riserve verso FMI	4.294		4%
Diritti speciali prelievo	6.954		6%
Oro	72.962		66%
Altre attività di riserva	-		
		110.747	100%
Altre attività in valuta estera	1.057	1.057	

*Tabella 10: Riserve Banca d'Italia a gennaio 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Le riserve ufficiali a gennaio 2014 ammontano a 110,7 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a ottobre 2013 è negativa per circa 3 miliardi, mentre è positiva per 5 miliardi rispetto a dicembre 2013.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 66% delle riserve totali.

Il commento

Finalmente ritorna a salire il valore delle riserve della Banca d'Italia dopo 5 mesi consecutivi di calo che avevano portato le riserve dai 121 miliardi di agosto ai 105 di dicembre. La risalita del valore delle riserve di 5 miliardi, a 110 miliardi nella lettura di gennaio, è ovviamente relativa al recupero del valore dell'oro nel primo mese del 2014.

Le riserve sono infatti fortemente esposte alla variazione delle quotazioni del metallo giallo che compone il 66% dell'intero importo.

Vista la continuazione del rafforzamento dell'oro sino alla prima metà del mese di febbraio 2014 è probabile, salvo forti ripiegamenti, che il valore delle riserve crescerà ulteriormente nella lettura di febbraio.

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				2.067.490		
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)	1.546.956	9.226	0,60%	2.085.765	2,10%	133,10%
Anno 2015 (st.FMI)	1.563.972	17.017	1,10%	2.088.113	1,80%	131,80%
Anno 2016 (st.FMI)	1.585.868	21.896	1,40%	2.079.235	1,10%	129,30%
Anno 2017 (st.FMI)	1.608.070	22.202	1,40%	2.059.825	0,50%	126,20%
Anno 2018 (st.FMI)	1.627.367	19.297	1,20%	2.031.686	0,20%	123,00%
Anno 2013 (st.OCSE)	1.536.164	-29.752	-1,90%	2.038.489	3,00%	132,70%
Anno 2014 (st.OCSE)	1.545.381	9.217	0,60%	2.058.447	2,80%	133,20%
Anno 2015 (st.OCSE)	1.567.016	21.635	1,40%	2.077.863	2,00%	132,60%

Il Pil indicato dal DEF è in termini nominali.

(Elaborazione Mazziero Research)

Tabella 11: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2013, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

I fatti

- Nel quarto trimestre il PIL è salito dello 0,1% rispetto al trimestre precedente; è sceso dello 0,8% rispetto al 4° trimestre del 2012.
- Il PIL resta dell'8,5% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2014 è nulla.

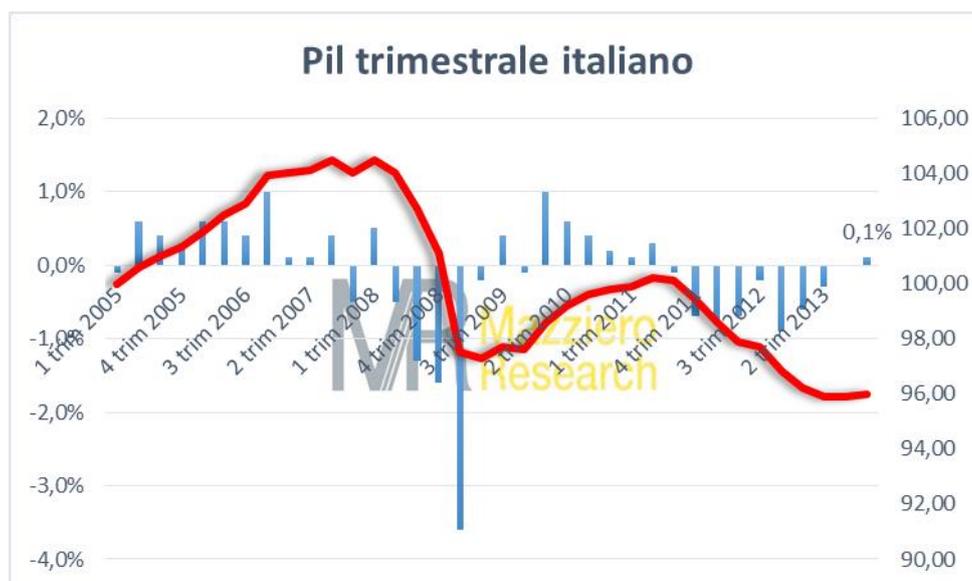


Figura 12: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 a fine 2013
(Elaborazione su dati Istat)

Il commento

Finalmente un segno positivo nel PIL trimestrale, non lo si vedeva da 12 trimestri consecutivi: tre anni.

Il quarto trimestre del 2013 ha visto una crescita dello 0,1%, siamo ancora di fronte a una lettura asfittica, ma perlomeno si tratta di un numero positivo, dopo il valore zero del terzo trimestre (si veda la **Tabella 12**).

Questo dato ci consente finalmente di trarre un sospiro di sollievo, ma nel contempo non ci consente di festeggiare: si tratta di un modestissimo risultato, che potrebbe anche proseguire leggermente più positivo, ma che potrebbe presentarsi nuovamente negativo nel corso di due o tre trimestri qualora non venissero avviate riforme strutturali del costo del lavoro e del livello di tassazione alle imprese.

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

Legenda colori

Variatione Trimestrale

<-0,2 -0,2<>0,2 >0,2

Variatione Annuale

<-0,8 -0,8<>0,8 >0,8

Tabella 12: PIL trimestrale dal 2005 a fine 2013
(Elaborazione su dati Istat)

Il risultato del quarto trimestre non è nemmeno comparabile con la media europea dato che nell'Eurozona è stato dello 0,3% e nell'intera Unione è stato dello 0,4%.

Confrontando i singoli stati: Cipro è sceso dell'1% rispetto al trimestre precedente, accompagnato da un'insospettabile Finlandia con il -0,8% e Norvegia -0,2%. Positivi molti altri paesi come Romania 1,7%, Repubblica Ceca 1,6%, Lituania 1,2%, Germania 0,4%, Francia e Spagna 0,3%; ottimo dato anche per gli Stati Uniti 0,8% e il Regno Unito 0,7%.

Dopo l'esame della nostra legge di stabilità, la Commissione Europea ha deciso che l'Italia non potrà avvalersi nel 2014 della clausola che esclude la spesa per investimenti dal calcolo del deficit. Sintomo che i nostri conti non stanno ancora presentando quel rigore che ci viene richiesto in sede comunitaria.

A tal riguardo alcune agenzie di stampa hanno riportato che l'Italia non avrebbe presentato alla Commissione UE documenti utili a ottenere il riconoscimento della clausola di flessibilità per gli investimenti. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha precisato in una nota del 14 febbraio che: "la clausola così come concepita è di fatto priva di utilità per l'Italia in quanto richiederebbe una manovra restrittiva di pari entità della flessibilità concessa, con effetti che sarebbero neutri o negativi sulla crescita nel breve periodo."

In poche parole, per riuscire a ottenere la clausola di flessibilità degli investimenti dovremmo mettere in atto una manovra finanziaria, di dubbia opportunità al momento attuale, e quindi si soprassiede.

Il MEF precisa inoltre che: "la Legge di stabilità per il 2014 ha già programmato investimenti ritenuti indispensabili per la crescita dell'economia nazionale senza dover ricorrere alla ricordata clausola."

Nel frattempo manca ancora un concreto piano di revisione della spesa (spending review) che però dovrebbe essere annunciato nella terza decade di febbraio; secondo alcune notizie preliminari il risparmio potrebbe aggirarsi in 3,5 miliardi nel 2014 e 14,4 nel 2015.

Nei mesi di novembre e dicembre l'Ecofin ha raggiunto un accordo riguardo alla possibilità di ricapitalizzazione diretta delle banche da parte dell'ESM. Il fondo salva Stati europeo potrà ricapitalizzare direttamente gli istituti di credito in difficoltà, ma - in base alla linea imposta dalla Germania - quello dell'ESM dovrà essere un intervento di ultima istanza, possibile solo dopo l'imposizione di perdite, nei casi di dissesto bancario, anche ad obbligazionisti e detentori di grandi depositi.

La partecipazione degli investitori quali obbligazionisti e i titolari di depositi superiori ai 100.000 euro, dovrebbe entrare in vigore nel 2016; nel contempo le banche dovranno versare nei prossimi dieci anni 55 miliardi di euro in un apposito Fondo. Fino ad allora, qualora i fondi versati non fossero sufficienti, i governi potrebbero aumentare l'imposizione fiscale sulle banche. In ogni caso prima di ricorrere all'ESM gli Stati dovranno provvedere con fondi pubblici, solo qualora non fossero sufficienti potranno ricorrere al fondo salva stati.

La **Tabella 11** presenta dei dati parziali per quanto riguarda l'anno appena concluso, in quanto non ancora rilasciati ufficialmente; si è ritenuto comunque di riportarla con le stime che erano state formulate dai vari Enti in modo da poter confrontare il realismo di ciascuno nell'effettuare le previsioni.

A consuntivo possiamo dire che il Ministero dell'Economia e il Fondo Monetario Internazionale si sono abbastanza avvicinati perlomeno nel dato del debito pubblico; vedremo in futuro come si saranno rapportati relativamente ai dati del PIL e ai rapporti con deficit e debito.

Piuttosto lontani nelle loro stime l'Unione Europea e l'Ocse che hanno formulato dei valori del debito un po' troppo ottimisti.

L'inflazione

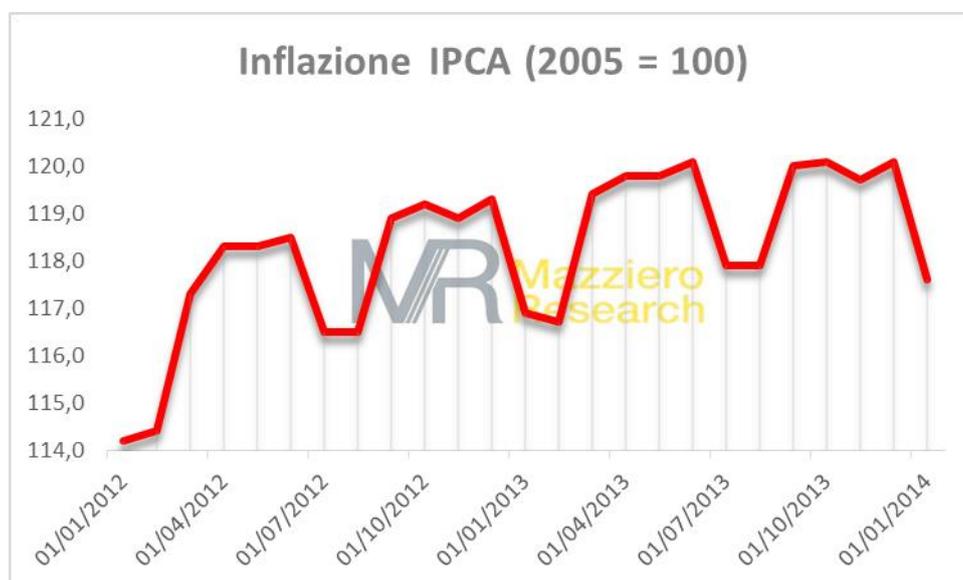


Figura 13: Indice dei prezzi al consumo armonizzato da gennaio 2012 a gennaio 2014 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso annuo di inflazione a gennaio è pari allo 0,6%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2014 è pari allo 0,2%.
- L'indice armonizzato dei prezzi al consumo, a base 100 nel 2005, è pari a 117,6 -2,1 punti rispetto alla lettura di 120,1 di dicembre.

Il commento

L'inflazione sembra proprio non essere più un argomento di attualità, anzi ha lasciato spazio ai timori di deflazione, uno spettro che appare ancor più pauroso del galoppante aumento dei prezzi.

Nella comprensione dei fenomeni, le convinzioni dell'uomo comune vengono spesso forgiate dai commenti dei media che dipingono ora un fatto, ora un altro come positivo, negativo o catastrofico; proprio quest'ultimo aggettivo viene attribuito alla deflazione.

Inflazione e deflazione sono due letture contrapposte di un termometro che misura la variazione dei prezzi. L'inflazione è la febbre dei prezzi, di converso la deflazione è la glaciazione dei prezzi; se la prima esprime una corsa sfrenata agli acquisti e una quantità di beni non sufficiente alla domanda, la seconda mostra un eccesso di produzione e un atteggiamento indifferente o cauto dei consumatori.

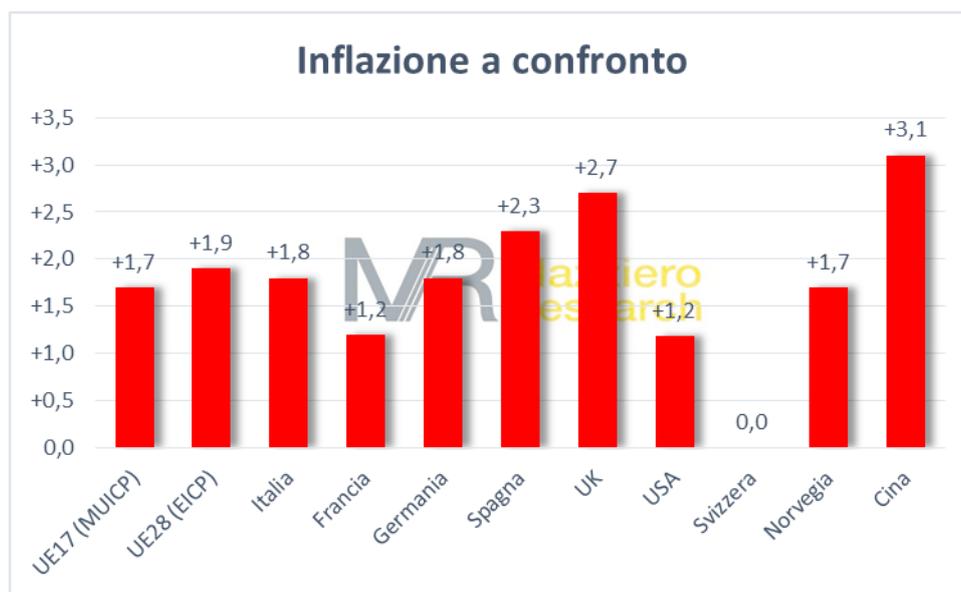


Figura 14: Confronto del livello annuo di inflazione fra vari paesi (Elaborazione su dati Eurostat)

Ma che genere di danno presenta la deflazione? Ci viene spiegato che una tendenza di prezzi in calo non fornisce un incentivo all'acquisto di un bene, che viene rimandato nell'aspettativa di un prezzo migliore.

Ma premesso che un bene essenziale verrà acquistato ugualmente, gli acquisti di altri beni non verranno acquistati anche in funzione dell'incertezza che il denaro accumulato sino ad oggi possa non bastare in futuro.

Un governo che continua ad alzare le pretese fiscali otterrà proprio questo risultato di cauto timore nei cittadini.

Ma il maggior danno dalla deflazione non l'avranno i cittadini, che vedranno aumentare il potere di acquisto grazie ai prezzi in calo, ma quanti sono sovra-indebitati che vedranno crescere in termini reali il loro debito. E in Italia si sa che se esiste qualcuno di sovra-indebitato questo è proprio lo Stato.

Inflazione acquisita

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

IPCA

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

La disoccupazione



Figura 15: Disoccupazione in Italia da gennaio 2012 a dicembre 2013
(Elaborazione su dati Istat)

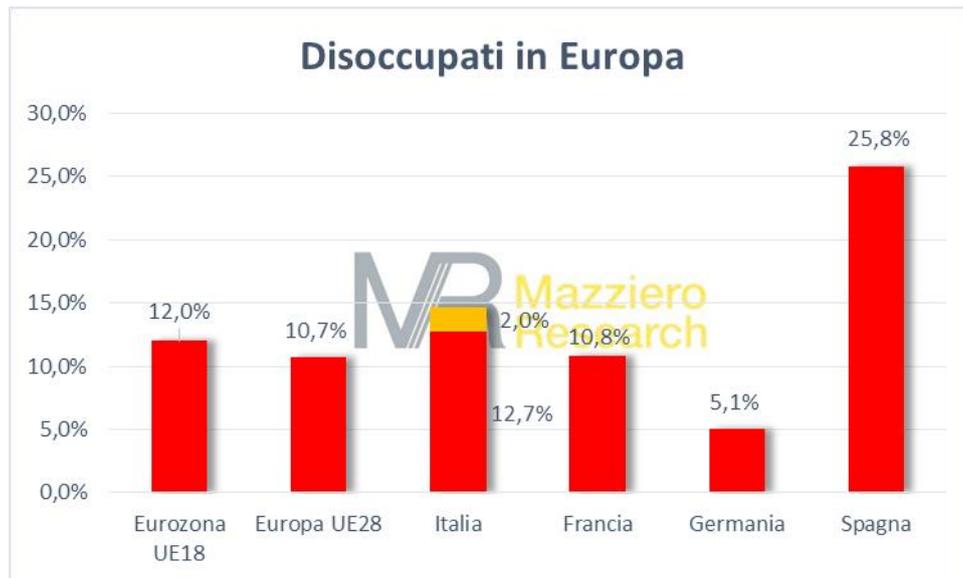
I fatti

- Disoccupazione: 12,7% a dicembre; +1,5% rispetto all'anno precedente.
41,6% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni
aumento del 5,0% rispetto al 36,6% di dicembre 2012.
- Tasso di occupazione: 55,3% della popolazione in età attiva.
- Cassa integrazione: da gennaio a dicembre 2013 autorizzate 1.076 milioni di ore.
A gennaio 2014 sono state autorizzate 81,4 milioni di ore.
- Nel 2013 le domande di disoccupazione e mobilità sono state di 2 milioni e 135 mila, con un aumento del 33,8% rispetto a 1 milione e 596 mila domande del 2012.

Il commento

La disoccupazione in Italia resta ancorata ai massimi livelli, con un tasso del 12,7%; si tratta di un dato enorme che riguarda 3 milioni e 229 mila persone a fronte di 22 milioni e 270 mila lavoratori occupati.

Nel corso del 2013 il tasso di disoccupazione è aumentato dell'1,5%, passando dall'11,2% di dicembre 2012 all'attuale 12,7%; nella **Figura 16** viene sommata a tale percentuale la quota di Cassa Integrazione, il risultato finale darebbe un 14,7%, ben al di sopra della media europea.



*Figura 16: Disoccupazione in Europa a dicembre 2013
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Ancor peggio è stata la dinamica della disoccupazione giovanile (giovani con età compresa tra i 15 e i 24 anni) che è passata dal 36,6% di dicembre 2012 al 41,6% attuale con un balzo del 5,0%.

Questi dati mostrano nella propria crudezza quanto sia profonda la crisi dell'impiego nel nostro Paese e di come siano inconsistenti le politiche dei governi che a parole tracciano il fenomeno come vera emergenza, mentre nei fatti non ne scalfiscono minimamente la deriva.

Il problema non è certo di facile soluzione, ma nel contempo non è giustificabile l'ostinata difesa dei privilegi di chi un lavoro lo possiede, ignorando nel contempo chi non riesce ad affacciarsi al mondo del lavoro.

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.

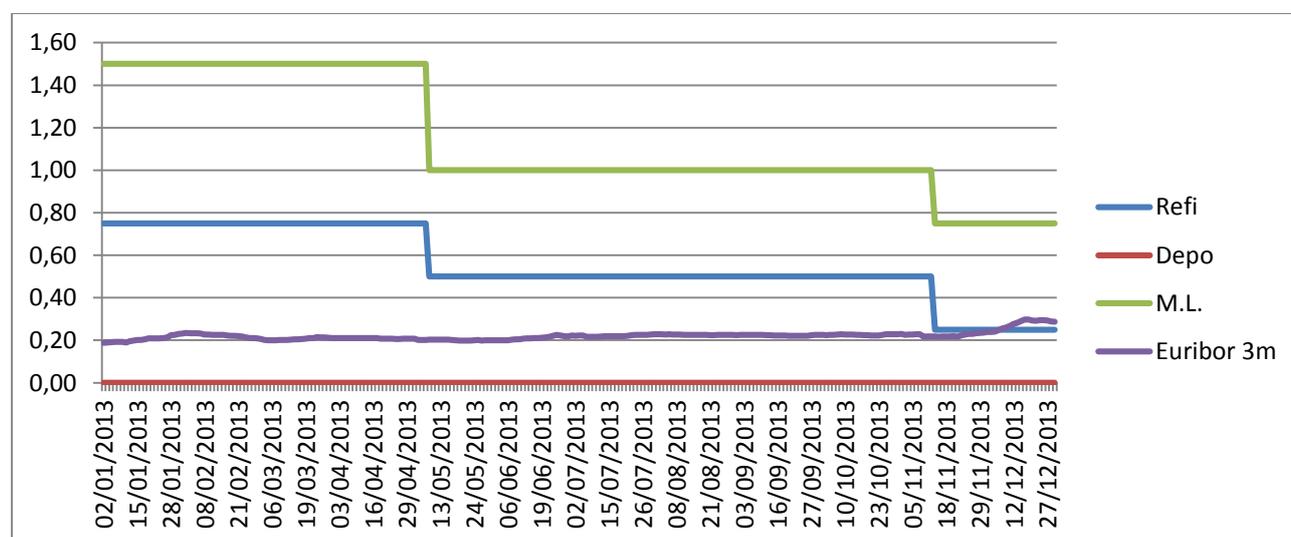
Approfondimenti

Il focus di IdeasHaveConsequences.org

Mercato monetario IV trimestre 2013

Nel quarto trimestre 2013 la Banca Centrale Europea ha ridotto il tasso di rifinanziamento dal precedente 0,50% allo 0,25%. Nonostante i tassi di interesse siano ai minimi storici l'euribor a 3 mesi ha mostrato un leggero rialzo, superando il ReFi nella parte finale dell'anno.

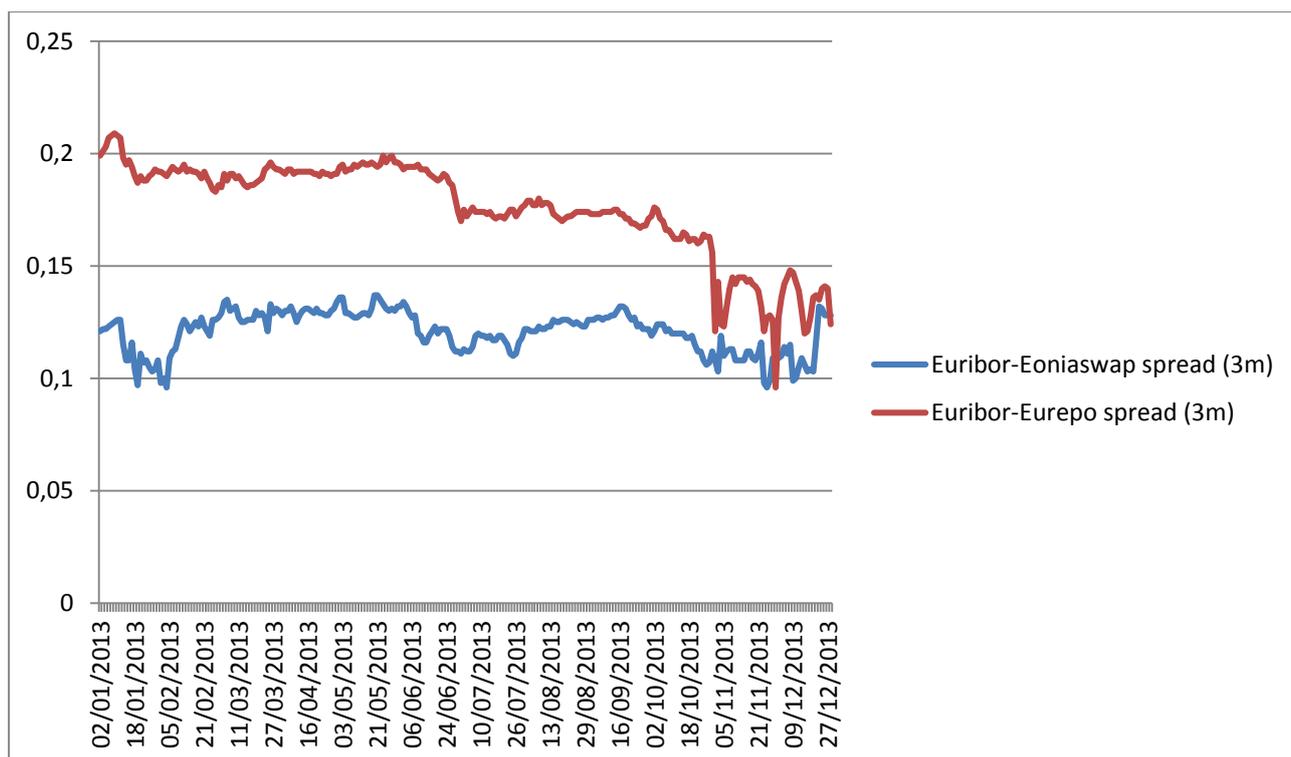
Il tasso di inflazione (0,8% a dicembre) continua a mantenersi ai minimi storici, lontano dal target dichiarato del 2%. I prezzi in Grecia si sono mossi in territorio negativo per tutto il 2013 ed un trend molto simile è stato registrato in Lettonia e Portogallo. Il differenziale di inflazione tra paesi core e periferici non è ancora abbastanza ampio da permettere un significativo recupero di competitività di prezzo a breve termine in grado di riassorbire l'elevato tasso di disoccupazione. Al tempo stesso gli effetti sui conti pubblici sono asimmetrici: l'onere reale dei paesi già indebitati aumenta riducendo gli spazi di manovra fiscale e limitando le possibilità di tagli delle imposte (anzi richiedendone di nuove) mentre le emissioni del debito pubblico dei paesi core beneficiano di tassi reali negativi favorendo così un processo di divergenza anziché di convergenza nella dinamica dei livelli di reddito.



Per quanto riguarda l'offerta monetaria l'aggregato più ampio M3 rimane positivo ma scende dal +2,2% di agosto al +1,4% di novembre. Sono rilevanti i seguenti punti.

- Il principale contributo alla crescita di moneta restano i depositi a breve termine (M1): è la liquidità in afflusso nei depositi overnight (+6,5% a novembre) a sostenere i volumi dell'aggregato più ampio M3 a testimonianza della continua riallocazione di portafoglio da parte degli operatori verso strumenti a breve e brevissimo termine.
- In calo i depositi a tempo a 24 mesi e i titoli negoziabili (rispettivamente -6,8% e -16,2% su base annua sempre a novembre).
- Rimane negativo il saldo del settore privato alle prese con un processo di riduzione dei livelli d'indebitamento e parzialmente spiazzato dall'aumento dell'offerta di titoli da parte degli intermediari finanziari che sono tornati ad affacciarsi sui mercati.

Durante il IV trimestre 2013 ed in particolare nel mese di dicembre i tassi di interesse sul mercato interbancario hanno registrato un'inversione di tendenza ed un leggero aumento dovuto principalmente alla domanda di liquidità legata alle scadenze di fine anno. Nel corso del trimestre è proceduto su base settimanale il rimborso delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) iniettate nel mercato tra il 2011 ed il 2012: complessivamente è stato chiuso circa l'80% delle posizioni con conseguente riduzione della liquidità in eccesso rispetto ai requisiti obbligatori. Segni di leggero miglioramento nelle condizioni del mercato monetario si riflettono nella chiusura del differenziale tra Eoniaswap e Eurepo. In riduzione anche il differenziale tra Bund e titoli di stato dei paesi periferici.



Nel IV trimestre è stato raggiunto un accordo di massima che dovrà essere ratificato dal Parlamento Europeo sull'Unione Bancaria. La sua caratteristica principale è il meccanismo che tenterà di gestire in maniera controllata e guidata eventuali fallimenti di banche secondo la logica del bail-in, ovvero attraverso il coinvolgimento parziale dei risparmiatori. L'obiettivo generale del progetto è quello di evitare nuove crisi della zona euro, spezzare il legame fra le crisi finanziarie e quelle dei debiti pubblici dei Paesi e ripristinare la fiducia degli investitori. L'accordo su tale punto è stato raggiunto dopo molte difficoltà: un punto controverso era l'instaurazione del cosiddetto "backstop" o paracadute finanziario, da utilizzare per la fase di 10 anni fino a che non diverrà operativo il meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie vero e proprio. Gli Stati partecipanti daranno vita ad un fondo salva-banche unico, finanziato con prelievi sugli istituti di credito a livello nazionale che dovrà raggiungere lo 0,8% dei depositi. Inizialmente sarà formato da compartimenti nazionali che alla fine confluiranno in un unico fondo nel giro dei dieci anni. Nel primo anno, le banche in default controllato potranno attingere solo al fondo del proprio Paese, ma negli anni successivi, man mano che il fondo cresce, verrà data la possibilità di formare un fondo unico a livello europeo da cui attingere. Il periodo di transizione appare decisamente lungo. Un'altra caratteristica fondamentale sarà la creazione di un'unica autorità di salvaguardia e controllo, il "Single Supervisory Mechanism" (SSM). Si tratta di un comitato formato da rappresentanti delle autorità nazionali, che agirà su impulso della Bce, avrà il compito di controllare il regolare svolgimento delle operazioni di salvataggio e di prendere l'ardua decisione di far fallire una banca o no. Saranno gli Stati ad avere l'ultima parola, perché la Commissione, che avrebbe voluto voce in capitolo, è stata invece in pratica estromessa. La decisione su come e quando lasciare andare al proprio destino una banca sarà presa in 24 ore, come voleva la Bce. La lunghezza del periodo di transizione combinata alla rapida centralizzazione delle procedure di risoluzione espone il sistema ad *vulnus* politico per cui una autorità sovranazionale non ancora dotata di adeguati fondi propri impone ai singoli Stati membri di accollarsi perdite sulle banche sulle quali essa stessa è tenuta a vigilare.

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.

Recuperate le munizioni per una prossima “crescitina”

Il 2013 si chiude con tante speranze ma in fondo con poca sostanza. Un anno fa ricordavo le attese di una ripresa a metà 2013 (già in ritardo rispetto alle attese di fine 2011); oggi, nel 2014, attendiamo una ripresa senza occupazione. Esattamente come un anno fa, abbiamo un settore bancario che affronta un quota ancora crescente di credito in default, e tanta incertezza politica specialmente in Italia. Sorvoliamo sulla pressione fiscale. In pratica non è cambiato nulla. E per quanto riguarda la politica monetaria dell'Eurozona?

Bilancio BCE – Dicembre 2013					
(dati in miliardi di euro)					
Attivo			Passivo		
Finanziamenti	717	-6,5%	Base monetaria	1.262	+2,7%
Titoli	614	-2,2%	Depositi	140	-26,5%
Estero	288	-2,6%	Estero	123	-13,0%
Oro	344	+7,5%	FMI	54	-1,2%
Altro	322	-1,4%	Altro	312	-10,2%
			Mezzi propri	395	+5,3%
	2.285	-2,3%		2.285	-2,3%

L'ultimo trimestre del 2013 ha confermato la tendenza – ormai ultra-annuale – alla contrazione del bilancio dell'Eurosistema: l'attivo è calato ulteriormente di oltre due punti percentuali, con cali variegati un po' su tutto l'attivo (tranne che per le giacenze di oro, valore ultimamente piuttosto volatile). È da sottolineare l'ulteriore riduzione della politica di acquisto di titoli (voce “Titoli”), ma soprattutto il forte calo dei finanziamenti al sistema bancario (voce “Finanziamenti”) ridottisi di circa il 6,5% rispetto al trimestre precedente (circa € 50 miliardi in meno): è questa voce che guida il ridimensionamento del bilancio. Le variazioni delle altre voci vengono complessivamente compensate dall'incremento delle riserve auree, con effetto sul profilo di rischio dell'autorità.

Sull'altro lato del bilancio si rileva l'ulteriore calo dei depositi a tempo delle banche presso la BCE (voce “Depositi”) per il rilevante importo di quasi € 50 miliardi pari a più di un quarto della precedente giacenza. Cali si registrano anche per le componenti in valuta estera o con controparti estere (voce “Estero” del passivo, ridottasi di circa €10 miliardi in più rispetto alla corrispondente voce dell'attivo), e soprattutto per le passività in euro verso altri residenti come la Pubblica Amministrazione (voce “Altro” del passivo, calata di oltre € 35 miliardi). In tutto questo spicca l'improvviso ritorno alla crescita della Base monetaria,

rispetto al trimestre precedente salita di oltre € 30 miliardi e rispetto ad ottobre di € 60 miliardi. In termini di principio questo è indice di una qualche ritrovata espansività del sistema. Più in dettaglio, la ripresa della Base monetaria è guidata dall'incremento per oltre € 40 miliardi delle banconote in circolazione, in costanza di una continua riduzione della "liquidità in eccesso" (di cui parte sono i depositi a termine) che non si è fermata neanche a gennaio.

Quanto sopra fa pensare che l'Europa "eppur si muove": la riduzione dei Finanziamenti al sistema bancario in effetti discende soprattutto dai rimborsi dei famosi LTRO (€ 86 miliardi di rientri non del tutto sostituiti dalle linee di finanziamento standard). Il fatto è ben noto, ma il dato (aggregato) nasconde importanti asimmetrie tra Paesi (le banche spagnole ed italiane sono ben lontane dal ridurre l'esposizione verso la BCE, preferendo tramutare gli LTRO in ordinari finanziamenti settimanali).

Essendo a fine anno, guardiamo l'evoluzione complessiva del 2013: il bilancio dell'Eurosistema è tornato alle dimensioni medie del 2009/2010. La massa di liquidità creata in questi anni attraverso le aste "full allotment", e riaffluita in larghissima parte nelle forme di parcheggio presso la BCE stessa (comprese nell'insieme di "Base monetaria" e "Depositi"), ha mediamente esaurito i suoi compiti ed è stata pertanto in gran parte "restituita" dal sistema bancario. La BCE ha reso l'offerta di moneta molto "elastica", accomodante rispetto all'andamento della domanda, aggiungendovi un grado di espansività (quasi una Draghi-Put) che ha rilassato molto i mercati interbancario e del debito sovrano.

Bilancio BCE – Anno 2013					
(dati in miliardi di euro)					
Attivo			Passivo		
Finanziamenti	-412	-36,57%	Base monetaria	-369	-22,6%
Titoli	-1	-0,1%	Depositi	-58	-29,3%
Eestero	-24	-7,6%	Eestero	-73	-37,4%
Oro	-135	-28,2%	FMI	-3	-4,8%
Altro	-162	-33,40%	Altro	-86	-21,6%
			Mezzi propri	-143	-26,6%
	-733	-24,3%		-733	-24,3%

Dal punto di vista di una Banca Centrale e di una filosofia economica interventista, considerate le condizioni del sistema bancario e dell'economia in generale, il risultato è

grandioso: si è evitata una crisi di liquidità bancaria, e ora si sono recuperati spazio e munizioni per un eventuale nuovo intervento a colpi di LTRO (sempre che non si creda nel potere taumaturgico di un taglio del Refi di 10/15bp).

È da notare che l'ammontare di titoli detenuti è rimasto sostanzialmente invariato: questo si collega all'asimmetria dello stato del settore bancario: la BCE interviene come autorità monetaria pan-europea e con strumenti trasversali su tutto il territorio, non può manovrare un'offerta di moneta o un tasso di riferimento specifici per particolari sotto-aree (per quanto il sistema TARGET operi in pratica come uno stabilizzatore automatico e localizzato della liquidità); i suoi strumenti sono adeguati alla gestione massiva di problematiche sostanzialmente diffuse e condivise, ma non permettono la gestione di problematiche locali (è la questione del *one-size-fits-all* e della critica fondata sulla teoria delle Aree Valutarie Ottimali); di conseguenza, per intervenire in modo più mirato deve utilizzare altri strumenti, come appunto politiche di liquidazione di specifici titoli (in mano a specifici soggetti). Che nella forte contrazione di questo bilancio proprio quella voce resti ferma, fa pensare che lo stato del sistema bancario sia ben disomogeneo (già evidente nella gestione dei rimborsi dei LTRO). Coerente con questo è la trasformazione dell'ESM da strumento di acquisto di titoli di Stati in difficoltà in macchina di ricapitalizzazione delle banche: operando come un agente fiscale e non monetario, l'ESM ha tutta la discrezionalità necessaria per intervenire “puntualmente”, lasciando alla BCE il proprio ruolo di regolatore della liquidità generale.

Questo 2014 si è aperto con nuove speranze e con la minaccia della deflazione (a volte ritornano...). Avendo l'economia un andamento ciclico (qualunque spiegazione vi si dia), c'è certamente da aspettarsi per lo meno un piccolo recupero del PIL e del credito nei prossimi uno/due anni, anche se più che una crescita si prospetta essere una “crescitina”. Mi aspetto un aiuto da parte della BCE a colpi di nuovi LTRO giustificati dallo spauracchio deflazionistico (la riduzione del bilancio complessivo e della “liquidità in eccesso” parcheggiata presso la BCE forniscono abbondante spazio per tali manovre). In tutto questo vedo però un chiarimento della segmentazione del mercato bancario, il che mi fa dubitare che alcune aree – Italia specialmente – potranno assistere a una ripresa più lunga e consistente di un semplice “rimbalzo”.

Leonardo Baggiani

Bibliografia

- Baggiani Leonardo “*Euro: una Questione Politica, anzi Artistica*”, IdeasHaveConsequences.org (<http://ideashaveconsequences.org/euro-una-questione-politica-anzi-artistica/leo>).
- Banca Centrale Europea (2013) “*Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 27 dicembre 2013*”, comunicato stampa 31/12/2013.
- Intermarket&More (2014) “*La BCE sarà costretta a intervenire sui mercati*”, articolo del 21/01/2014 (<http://intermarketandmore.finanza.com/alert-la-bce-sara-costretta-ad-intervenire-sui-mercati-60914.html>)
- Mazziero Research (2013) “*Italia: economia a fine 2012*”.

Glossario

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

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

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

Quanto vale una banca centrale?

Nel contesto del fabbisogno di nuovo capitale per molte banche italiane, la questione delle partecipazioni nella Banca d'Italia è tornata ad essere un tema caldo. Probabilmente i lettori avranno ben presente la situazione, dato che sono anni che si parla della necessità di riformare l'impostazione societaria della banca centrale italiana.

La particolarità della Banca d'Italia è che i suoi soci sono perlopiù le banche commerciali italiane, con Banca Intesa e Unicredit, dopo la serie di fusioni avutesi in questi ultimi anni, che controllano più del 50% delle azioni (ma soltanto il 18,6% dei voti). Le nuove disposizioni vorrebbero obbligare una riduzione delle partecipazioni entro un limite per ciascun ente del 3% e stabilisce un valore per l'intero istituto di 7,5 miliardi di euro. Sarà possibile che questo "valore" venga realizzato attraverso l'acquisto di azioni proprie, ovvero, che una parte delle preziosi riserve della Banca andranno ai suoi attuali soci in cambio delle azioni in eccesso del 3% che detengono.

È opportuno riflettere sulla sostanza di questa operazione, perché a leggere il documento "[Un aggiornamento del valore delle quote di capitale della Banca d'Italia](#)", pubblicato in autonomia dalla Banca d'Italia e che "è stato redatto con l'ausilio del Comitato di esperti di alto livello", si rischia, a parere di chi scrive, di essere disorientati da un eccesso di forma.

La prima riflessione è che la Banca d'Italia, che ha un valore inestimabile dovuto alla funzione che svolge nell'economia italiana ed europea, non ha alcun valore per i suoi azionisti. La prova di ciò è data dalla seguente ipotesi: se tutti gli azionisti della Banca d'Italia fossero d'accordo su un cambiamento di strategia per l'Istituto, potrebbero fare qualcosa? Chiaramente no! La Banca d'Italia deve vigilare sui suoi soci (le banche italiane) e deve attuare la politica monetaria stabilita a livello europeo. La sua funzione è pubblica, e rimarrà sempre così. Qualche anno fa, un giornalista (purtroppo non sono riuscito a rintracciare l'articolo) ha paragonato essere socio della Banca d'Italia come essere socio del Colosseo: l'ipotetico proprietario privato del Colosseo non può farsene ciò che vuole, perché è patrimonio pubblico.

La seconda riflessione è che, per quanto può sembrare particolare, il fatto di avere una banca centrale posseduta in tutto o in parte da enti non-governativi non è poi così strano. Perfino la Federal Reserve degli Stati Uniti è posseduta attraverso un sistema riconducibile alle singole banche commerciali che hanno sede negli USA. Alcuni altri paesi che presentano particolarità nell'assetto societario delle proprie banche centrali sono: Svizzera, Giappone, Belgio, Turchia, Grecia e Sud Africa.

La terza riflessione è: anche ammesso che si debba riconoscere un valore della partecipazione nella Banca d'Italia ai suoi attuali soci, i calcoli effettuati dal Comitato di esperti di alto livello sono (più o meno) giusti? Il Comitato è arrivato al valore di 7,5 miliardi di euro attraverso un *Dividend Discount Model*, che sconta i flussi di cassa attesi in futuro al loro valore attuale. A livello teorico, un *DDM* è utile per valorizzare delle aziende, ma è bene anche confrontare i valori ottenuti, ove possibile, con quelli attribuiti dal mercato ad altre aziende simili. Nel caso delle banche centrali, non si deve neanche guardare tanto lontano: la SNB, la banca centrale svizzera, è quotata, e [le sue azioni scambiano liberamente sulla borsa di Zurigo](#).

Dati in CHF	2008	2009	2010	2011	2012	Media 2008 - 2012
Totale Attivo (milioni)	214,323	207,264	269,955	346,079	499,434	
Conti di rivalutazione (milioni)	40,275	41,282	44,337	45,061	48,216	
Utile netto, capitale, riserve (milioni)	18,168	24,614	-1,749	8,054	9,854	
Somma Conti rivalutazione e Utile netto, capitale, riserve (milioni)	58,443	65,896	42,588	53,115	58,070	
Patrimonio netto / Totale Attivo	27.27%	31.79%	15.78%	15.35%	11.63%	
Utile netto (milioni)	-4,729	9,955	-20,807	13,029	5,956	681
Prezzo più alto per azione nel corso dell'anno	1,400	1,075	1,075	1,275	1,160	
Azioni in circolazione	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	
Market cap più alto	140,000,000	107,500,000	107,500,000	127,500,000	116,000,000	P/E 0.170
Multiplo Market Cap / PN	0.0024	0.0016	0.0025	0.0024	0.0020	

Tabella 1: Dati essenziali - SNB

La Tabella 1 riporta alcuni dei dati più importanti relativi alla banca centrale elvetica. Si può notare come la capitalizzazione di borsa abbia oscillato tra 108 - 140 milioni di franchi nel periodo sotto osservazione, il che equivale ad un rapporto prezzo/utile, calcolato con la media degli utili negli ultimi cinque anni di 0,17 e un rapporto tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto pari allo 0,002. Sono rapporti certamente non soliti per un'azienda quotata, **ma non si tratta di un'azienda qualsiasi.**

Dati in milioni di EUR	2008	2009	2010	2011	2012		Media 2008 - 2012
Totale Attivo	267,431	301,256	332,961	538,978	609,973		
Conti di rivalutazione	33,880	44,968	70,206	83,004	86,900		
Utile netto, capitale, riserve	19,798	21,747	22,002	22,874	25,109		
Somma Conti rivalutazione e Utile netto, capitale, riserve	53,678	66,715	92,208	105,878	112,009		
Patrimonio netto / Totale Attivo	20.07%	22.15%	27.69%	19.64%	18.36%		
Utile netto	175	1,669	852	1,129	2,501		1,265.2
Valore applicando rapporto Totale Attivo / PN della SNB					224		
Valore applicando rapporto P/E della SNB					215		

Tabella 2: Dati essenziali - Banca d'Italia

La Tabella 2 riporta dei dati comparabili per la Banca d'Italia, con delle stime di valore basate sui rapporti calcolati per la SNB. **Come sarà evidente, la Banca d'Italia, se fosse quotata in borsa con i medesimi rapporti che ha la SNB, avrebbe un valore intorno a 220 milioni di euro, ovvero meno del 3% del valore stimato dal Comitato di esperti di alto livello.**

La domanda sorge spontanea: perché il Comitato della Banca d'Italia non ha tenuto in considerazione il valore attribuito dal mercato alla SNB? Con una differenza di valorizzazione così eclatante, non era almeno il caso di commentarla, evidenziando i motivi per cui tale valore non si dovrebbe considerare attendibile nel contesto della valorizzazione della Banca d'Italia?

Andrew Lawford

Debito pubblico e credito privato

(Note economiche)
di *Gabriele Serafini*

I titoli di stato italiani, secondo i dati della Banca d'Italia aggiornati a giugno 2013, sono suddivisi fra le diverse tipologie di creditori secondo quanto indicato nella *tabella 1* e più di un terzo è nel portafoglio di intermediari finanziari e assicurazioni.

Una parte consistente della spesa per interessi passivi sul debito pubblico, quindi, confluisce nelle casse di banche e istituzioni finanziarie che in questo modo finanziano il deficit pubblico.

Una classica deduzione da questa constatazione, consiste nel ritenere necessario spingere per una riduzione di questa voce della spesa statale perché improduttiva (notiamo comunque che i tassi di interesse reali sui titoli di stato negli ultimi anni sono stati molto contenuti. Cfr. *tabella 2*), in quanto non direttamente finalizzata ad investimenti produttivi, ma anche perché *dannosa* per il sistema economico, per i seguenti motivi.

1. Acquistando titoli del debito pubblico, le banche godrebbero di ricavi di un importo tale da disincentivarle a prestare moneta alle imprese, determinando così un freno per il sistema economico-produttivo.

2. Diminuendo la spesa per interessi, lo Stato potrebbe viceversa ridurre la pressione fiscale sul sistema economico, necessaria per finanziare il deficit.

Per entrambi i punti, le imprese sarebbero comunque frenate ad investire da *vincoli esterni*: la *riduzione del credito* da una parte e la *riduzione della redditività netta* dall'altra; e per entrambi i punti si evoca quindi un collegamento con la crisi economica italiana degli ultimi anni, in quanto – come

espresso nella *tabella 3* e nel *grafico 1* – la componente del PIL che è maggiormente diminuita in termini percentuali, è stata proprio quella degli Investimenti delle imprese. Rispetto al primo trimestre 2008, l'indice degli investimenti è ora pari all'80%, mentre l'indice dei consumi privati è al 101 e di quelli pubblici al 102 (le importazioni sono ovviamente una componente negativa del PIL da sottrarre alle esportazioni e quindi l'indice delle *esportazioni nette* non può produrre una grandezza utile ai confronti).

In ogni caso, la diminuzione del PIL è solo la *descrizione* del problema, di cui dobbiamo invece intendere le possibili *origini* in collegamento col credito bancario e la pressione fiscale.

In merito al *credito bancario*, secondo la ricerca n. 44 della serie *Economie regionali*, pubblicata dalla Banca d'Italia a dicembre 2013, pur in presenza di un irrigidimento delle condizioni di concessione del credito, si è assistito in realtà ad una diminuzione della domanda di credito da parte delle imprese per l'effettuazione di *nuovi investimenti produttivi* (non per *gestione del capitale circolante* e neppure per *ristrutturazione del debito* preesistente; vedi p. 2 della ricerca.). Ed in collegamento col secondo punto, possiamo pensare che questo sia accaduto anche perché la pressione fiscale aumenta il costo-opportunità di un investimento produttivo, rendendolo meno profittevole a parità di altre condizioni (in merito al costo del credito, come riportato in *tabella 4*, la situazione dei saggi di interesse non è comunque particolarmente onerosa per le imprese).

Fin qui, però, abbiamo solo un *possibile* collegamento logico che rileva dal *lato dei costi*, senza riferimento al *lato dei ricavi* derivanti da un investimento produttivo. Se, infatti, aumenta l'onerosità di determinati investimenti, la risposta imprenditoriale non sarà costituita da un *non-investimento*, bensì da un investimento alternativo, ad esempio in Paesi con minore imposizione fiscale, oppure da un investimento di portafoglio, ossia in strumenti finanziari non per

finalità imprenditoriali. Viceversa, focalizzando l'attenzione sui costi dimentichiamo che il lato decisivo per le scelte di investimento è costituito proprio dalle *aspettative di profitto*.

Per fare due esempi di illustri economisti su differenti crinali teorici, sia John Maynard Keynes che Irving Fisher, per spiegare l'ammontare degli investimenti in un determinato momento in un sistema economico, si sono riferiti proprio al ruolo decisivo svolto dalle *aspettative* in merito ai *ricavi* e *non solo* al ruolo negativo rappresentato dai costi.

Questo significa che sia nell'impianto teorico neoclassico (Fisher) che in quello keynesiano, alle imprese è attribuito il ruolo positivo di scovare nuove forme di investimento produttivo finalizzate al conseguimento di ricavi remunerativi. Secondo Fisher l'investimento sarà attuato quando sarà positiva l'*opportunità d'investimento rispetto al costo*; secondo Keynes quando sarà positiva l'*efficienza marginale del capitale*. I due autori ci hanno spiegato che i due concetti sono assai simili ed indicano sempre una valutazione di profittabilità degli investimenti stessi, realizzata ponendo attenzione al *profitto* atteso, ossia alla differenza fra i *ricavi* ed i costi incrementali; non solamente ai costi, quindi, siano essi causati dai tassi di interesse passivi o dalla pressione fiscale.

Oggi, per disporre delle risorse da investire, la tradizionale sottocapitalizzazione delle imprese italiane deve far ricorso al capitale di credito; ed allora la riduzione della domanda interna di credito può essere compatibile solo con un trasferimento delle attività all'estero, ossia l'aver investito altrove, oppure con una astensione dagli investimenti produttivi.

Dato che secondo l'ISTAT (cfr. il *Rapporto sulla competitività dei settori produttivi*, del 22 gennaio 2014) le imprese avrebbero solo in parte trasferito alcune proprie attività all'estero, e dato che secondo Banca d'Italia (cfr. il *Bollettino statistico n. 1* del 10 gennaio 2014) gli aggregati monetari in

circolazione in Italia – dopo una diminuzione nel 2011 e 2012 – sono di nuovo in aumento, riteniamo plausibile qualificare la situazione odierna come di “crisi”, nel senso *etimologico* del termine.

Il termine deriva dal verbo greco antico *krino* che significa “separare” e “valutare” e quindi, il momento attuale riteniamo possa costituire una fase di separazione di due periodi differenti, durante la quale l’astensione dagli investimenti sia determinata da una crisi decisionale connessa ad una valutazione delle modifiche strutturali della società. In questo senso, la riduzione del PIL quantifica drammaticamente un aspetto della crisi ma se essa è *qualificabile* in questo modo, a nulla servono i proclami evocativi verso l’*incremento dei prestiti* e la *riduzione della pressione fiscale*. Ciò che serve sono nuove prospettive di crescita dei profitti, quindi dei ricavi, e questi possono derivare solo da maggiori redditi *attesi* – non meramente attuali. Che differenza c’è fra i due?

Se i redditi *attuali* dipendono dalla occupazione e dagli investimenti, mentre quelli attesi dalle *aspettative*, la capacità di crescita dell’economia non dipende dai redditi degli occupati o dalla spesa pubblica attuali, ma queste ultime due grandezze dipendono dalla capacità di individuare *nuovi bisogni* e *nuovi prodotti* in grado di soddisfarli.

Le aspettative di crescita complessiva della produzione e dei redditi – e non la sottrazione di quote di mercato fra i concorrenti, quindi – si basano principalmente sui ricavi; non sui costi. Solo in caso di prospettive positive sui ricavi, i costi saranno visti come propedeutici al profitto. Per far questo però c’è bisogno di intravedere più chiaramente il futuro e quindi che esso non sia *incerto*. L’incertezza, infatti, permette un reddito maggiore del solito solo ad alcuni e non accresce la ricchezza generale e per chiarire questo aspetto, ci viene di nuovo incontro la teoria economica più recente.

L'*incertezza* di cui ha trattato fino a poco tempo fa la teoria economica era quella definita da Frank H. Knight un secolo fa, come quella situazione che permette proprio l'eventuale profitto. Oggi, invece, la definizione che conta è quella implicita nel pensiero di Robert H. Shiller, uno dei Premi Nobel in Economia del 2013, ossia quella misurata dalla *correlazione dei comportamenti*. Se i comportamenti economici sono correlati – ossia gli agenti economici si muovono nella stessa direzione – l'incertezza è data, all'opposto, da comportamenti complessivi senza una direzione prevedibile. In questo caso, come sottolineato per questi ultimi anni anche dal Centro Studi Confindustria ad inizio 2014, gli *imprenditori incerti* decidono di *astenersi dall'investire*.

Se la riduzione dell'incertezza è un obiettivo perseguibile mediante un coordinamento delle politiche economiche, non ci rimane che una considerazione in merito alla possibile esistenza di nuovi bisogni da soddisfare.

L'intervento statale nell'economia venne teorizzato circa ottant'anni fa da J.M. Keynes, in particolare in merito ai bisogni dell'essere umano, sull'ipotesi di riduzione progressiva della possibilità di scovare nuove fonti di ricavi da parte degli imprenditori. Questo sarebbe avvenuto in quanto strutturalmente, per il principio dell'utilità marginale decrescente del consumo, al crescere della ricchezza di una sistema economico si sarebbero trovate sempre minori possibilità di investimento profittevole nella produzione di merci da consumo. Ad oggi, però, a più di dieci anni dal Premio Nobel per l'Economia conseguito da Vernon L. Smith e Daniel Kahneman nel 2002, l'*economia sperimentale*, con la riformulazione della teoria dell'utilità e delle scelte in condizioni di incertezza, ha dimostrato che *l'utilità marginale non è decrescente* al crescere del reddito ma è dipendente dall'ampiezza e dalla direzione della *variazione della ricchezza*. Ossia, l'utilità non è funzione dei *livelli* di ricchezza ma delle *variazioni* attese della stessa. Questo può significare che i livelli di ricchezza

raggiunti in Europa e negli Usa non impediscono necessariamente ulteriori accrescimenti della ricchezza e del reddito stesso.

L'unione di questi aspetti – (a) il contrasto dell'incertezza mediante una correlazione delle politiche economiche e (b) il superamento dell'utilità marginale per le scelte in condizioni di incertezza – ci induce a pensare, allora, che al giorno d'oggi la più probabile possibilità di crescita economica passa per un maggiore coordinamento dell'economia mediante l'implementazione di investimenti, direzionati dalla individuazione di *nuovi prodotti*, per il soddisfacimento di *nuovi bisogni*.

Per “prodotti”, non intendiamo necessariamente merci – o beni materiali –, in quanto la fuoriuscita dalla crisi non implica una sottrazione di quote di mercato fra concorrenti ma la crescita della ricchezza complessiva. Quest'ultima, pertanto, riteniamo possa essere perseguita solo riflettendo sulle acquisizioni teoriche dell'economia, invertendo la pratica dell'astensione dagli investimenti mediante una riduzione dell'incertezza tramite un maggiore coordinamento delle politiche economiche e sociali, a livello europeo e mondiale. Questo perché il maggiore coordinamento implica un processo di discussione politica e quindi l'emersione dei nuovi bisogni da soddisfare e quindi l'attenzione al futuro ed alle aspettative, in luogo di uno sguardo ai soli costi ed al passato.

Una particolare attenzione andrebbe infine rivolta ai metodi di contabilizzazione della produzione realizzata, che è difforme, ad esempio, fra gli Usa e l'Europa. Entrambi i continenti hanno anche modificato recentemente alcune voci importanti di composizione proprio degli investimenti, ma questi aspetti ci portano verso una nuova discussione in merito ai confronti tecnici quantitativi e qualitativi, sui quali ci soffermeremo in note successive.

Tabella 1. Ripartizione percentuale per categoria di detentore

Eurosistema, esclusa la Banca d'Italia (stime di mercato)	5,0
Gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani	5,2
Detentori esteri	30,0
Banca d'Italia	5,6
Banche italiane	23,0
Fondi comuni italiani	2,7
Assicurazioni italiane	11,3
Famiglie italiane	10,0
Altri detentori italiani	7,2
Totale	100,0

Fonte: Banca d'Italia; dati a fine giugno 2013

Tabella 2. Rendimenti % medi BTP 3-30 anni

Anno	Rendimenti Nominali	Inflazione	Rendimenti Reali
	(a)	(b)	(a-b)
2010	3,35	1,0	2,35
2011	4,89	3,2	1,69
2012	4,64	3,7	0,94
2013	3,36	1,5	1,86

Fonte: ISTAT e BI, Suppl. Stat. 03_14. Nostre elaborazioni

Tabella 3. Indici del PIL e delle sue componenti principali

Trimestri	Prodotto interno lordo	Consumi delle famiglie	Consumi della P.A. e ISP	Investimenti	Esportazioni	Importazioni
08 I	100	100	100	100	100	100
II	101	100	105	100	98	100
III	100	100	102	99	96	98
IV	99	99	103	95	89	91
09 I	96	98	105	90	76	79
II	96	98	105	87	75	75
III	96	98	107	86	77	77
IV	97	99	106	87	79	80
10 I	97	100	106	88	82	86
II	98	100	108	90	87	92
III	99	102	106	90	90	94
IV	99	103	106	90	93	100
11 I	99	103	105	91	95	102
II	100	104	105	91	97	102
III	101	104	104	90	99	101
IV	100	104	105	88	99	99
12 I	100	103	103	85	101	98
II	100	103	103	84	101	97
III	99	102	102	83	102	96
IV	99	102	102	82	102	94
13 I	99	101	104	80	101	93
II	99	101	103	80	101	91
III	99	101	102	80	102	93

Fonte: ISTAT; Conti economici trimestrali. Valori a prezzi correnti. Nostre elaborazioni

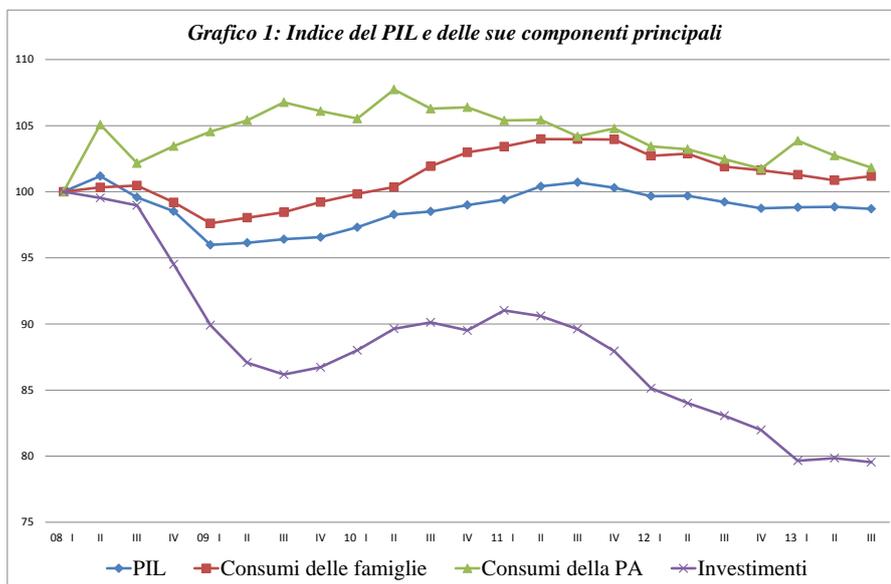


Tabella 4. Tassi di interesse per prestiti alle imprese non finanziarie

Anno	Tassi		di cui fino a 1€Mln		di cui fino a 250€Mgl	
	Nominali	Reali	Nominali	Reali	Nominali	Reali
2010	2,79	1,8	3,24	2,2	3,57	2,57
2011	4,18	1,0	4,98	1,8	5,28	2,08
2012	3,65	-0,1	4,43	0,7	4,88	1,18
2013	3,44	1,9	4,38	2,9	4,90	3,40

Fonte: Suppl Stat 01_14, p. 39. Nostre elaborazioni

Conclusioni

La cronaca di questi giorni in Italia ci ha riportato al 2011 quando il Governo Berlusconi lasciò il posto al Governo Monti; le indiscrezioni puntano l'attenzione alle modalità del cambio alla guida del Paese, ma anche alle spinte provenienti dall'Europa.

A tal proposito è stata richiamata l'espressione della Merkel e di Sarkozy quando, nella conferenza stampa dell'ottobre 2011, fu chiesto loro se confidavano nella capacità di Berlusconi di tagliare il debito pubblico.

I sorrisi dei due Primi Ministri lasciavano intendere la risposta, e forse lo scherno nei confronti del nostro Paese; un siparietto innegabilmente offensivo nei confronti della nostra nazione, ma oggi, a oltre due anni di distanza e dopo due cambi di Governo, qual è la situazione?

Il nostro Osservatorio mostra che nulla è cambiato; alle ricette e alle speranze di Monti, prima, e di Letta, poi, ha corrisposto una realtà che è peggiore di quanto si sarebbe potuto immaginare: a quel tempo il debito era il 120% del PIL oggi ci troviamo intorno al 133%.

Da tre anni questo Osservatorio esce puntualmente ogni trimestre monitorando l'evoluzione economica italiana in modo oggettivo e disincantato rispetto a quanto si voglia far credere al cittadino comune.

Se finalmente un accenno timido di ripresa sembra apparire, le ombre sono ancora numerose, specialmente sul fronte del risanamento dei conti pubblici.

Il nostro sforzo di divulgazione continuerà instancabilmente perché pensiamo sia interesse di tutti conoscere il reale stato delle finanze del nostro Paese, per poter capire e prevedere le conseguenze per ciascuno di noi.

Maurizio Mazziero

Stime debito pubblico per il mese di gennaio

Dopo il forte ripiegamento del debito pubblico a dicembre la Mazziero Research stima una ripresa della crescita a gennaio di circa 15 miliardi con una rilevazione che potrebbe situarsi in una forchetta tra 2.078 e 2.083 miliardi.

Nota per la distribuzione

Questo studio è libero.

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

Invito ad approfondire

MazzieroResearch.com a cura di A. Lawford e M. Mazziero.

IdeasHaveConsequences.org a cura di L. Baggiani 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*
- Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre 2013
- Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
- Bundesbank, *A one-off capital levy: a suitable instrument for solving national solvency crises within the current euro-area framework?*, gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Maintains the Sovereign Credit Ratings of France at A+ with Negative Outlook*, 30 gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Maintains the Sovereign Credit Ratings of the Kingdom of Denmark*, 30 gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Downgrades Italy's Sovereign Credit Ratings to BBB- with Negative Outlook*, 29 gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Upgrades Latvia's Sovereign Credit Ratings to BBB- with Stable Outlook*, 29 gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Maintains the Sovereign Credit Ratings of the Kingdom of Sweden*, 26 gennaio 2014
- Dagong, *Dagong Maintains Germany's Sovereign Credit Ratings as AA+ with Stable Outlook*, 31 dicembre 2013
- Dagong, *Dagong Maintains Sovereign Credit Ratings of Luxembourg as AAA with Stable Outlook*, 26 dicembre 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
- Financial Times, *Italy accuses S&P of not getting 'la dolce vita'*, 4 febbraio 2014
- Financial Times, *Spain to issue €242bn of debt in 2014*, 8 gennaio 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 24 gennaio 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 24 gennaio 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Latvia at 'BBB+'; Outlook Stable*, 3 gennaio 2014
- Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA+'; Outlook Stable*, 20 dicembre 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
- Fondo Monetario Internazionale, *Fiscal Monitor*, ottobre 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*

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*

Istat, *Prezzi al consumo*

Istat, *Stima preliminare del Pil*

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

La Repubblica, *Rating, la Corte Conti apre un'istruttoria. Le agenzie non valutano 'la dolce vita'*, 5 febbraio 2014

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Comunicato Stampa 31/2014: La pressione fiscale, al 44,3% del Pil nel 2013, è destinata a scendere*, 7 febbraio 2014

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

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

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

Moody's, *Moody's upgrades Ireland's sovereign ratings to Baa3/P-3: outlook changed to positive*, 17 gennaio 2014

Moody's, *Moody's changes outlook on Spain's Baa3 government bond rating to stable from negative*, 4 dicembre 2013

Moody's, *Moody's upgrades Greece's government bond rating to Caa3 from C; stable outlook*, 29 novembre 2013

Moody's, *Moody's changes outlook on Portugal's Ba3 rating to stable from negative*, 8 novembre 2013

Ocse, *OECD Economic Surveys Italy*, maggio 2013

Ocse, *OECD Economic Outlook*, novembre 2013

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

Rai News 24, *Dijsselbloem: Cipro salvataggio modello*, 25 marzo 2013

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

Standard & Poor's, *Portugal 'BB/B' Ratings Affirmed; Outlook Negative On Policy Uncertainty*, 17 gennaio 2014

Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed On Steady Growth Prospects; Outlook Stable*, 10 gennaio 2014

Standard & Poor's, *United Kingdom 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains Negative*, 20 dicembre 2013

Standard & Poor's, *Long-Term Rating On EU Supranational Lowered To 'AA+'; Outlook Stable; Ratings On Member States Are Unaffected*, 20 dicembre 2013

Standard & Poor's, *Ireland Ratings Affirmed At 'BBB+/A-2' On Program Exit; Outlook Remains Positive*, 20 dicembre 2013

Standard & Poor's, *Ratings On Italy Affirmed At 'BBB/A-2'; Outlook Remains Negative*, 13 dicembre 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 Spain Revised To Stable From Negative On Economic Rebalancing; 'BBB-/A-3' Ratings Affirmed*, 29 novembre 2013

Standard & Poor's, *Cyprus Ratings Raised To 'B-/B' On Receding Risks To Near-Term Debt Service; Outlook Stable*, 29 novembre 2013

Standard & Poor's, *Long-Term Ratings On The Netherlands Lowered To 'AA+' On Weak Growth Prospects; Outlook Stable*, 29 novembre 2013

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research

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

Autori

Per l'Osservatorio

Maurizio Mazziero

Analista finanziario, Socio ordinario SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto nella costruzione di portafogli diversificati con ETF ed ETC; profondo conoscitore del mercato delle materie prime è responsabile del Comitato di Consulenza di ABS Consulting. Fondatore della Mazziero Research, si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione per Istituti Bancari e Aziende, affiancando quest'ultime nell'attuazione di strategie di copertura dal rischio prezzi. Pubblica trimestralmente un Osservatorio sui dati economici italiani.

Per gli Approfondimenti

Leonardo Baggiani

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

Silvano Fait

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

Andrew Lawford

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

Gabriele Serafini

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

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

Vanzago, 17 febbraio 2014

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

MAZZIERO RESEARCH – Copyright ©2014 – Tutti i diritti riservati