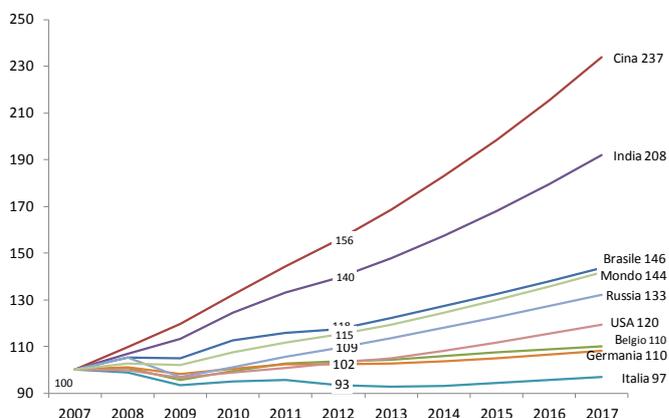


Prodotto interno lordo (2007=100, volumi)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI.

Secondo il Fondo monetario internazionale la crescita del PIL mondiale quest'anno scenderà al 3,3% dal 3,8% del 2011. Ma le **prospettive a medio termine dei mercati emergenti** rimangono positive, anche se i modelli di sviluppo entrano in una fase di transizione. Tra il 2012 e il 2017 la crescita cumulata della Cina potrebbe raggiungere i cinquanta punti percentuali. Quella del Brasile i venti punti.

Le nuove regole europee hanno reso più stringenti le prescrizioni contenute nei **parametri di Maastricht**, con particolare riferimento al debito. L'Italia è chiamata ad una riduzione media annua del **rapporto debito/Pil** pari a circa il 3%. Secondo la Banca d'Italia, per centrare l'obiettivo l'Italia dovrebbe registrare ogni anno un avanzo primario superiore al 5% e una crescita reale non inferiore all'1%. L'obiettivo di una crescita che agevoli il rientro del debito appare sfidante. Diviene centrale porre in essere una politica fiscale che miri ad un riequilibrio strutturale dei conti, ma che venga affiancata da una costante politica di sostegno alla crescita.

38

15 ottobre
2012

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002
Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



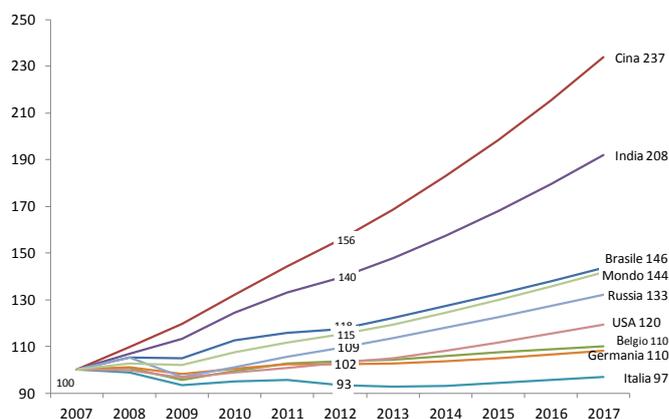
BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca per un mondo che cambia

Editoriale: Crescita, debito e periferia

G. Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

Prodotto interno lordo
(2007=100, volumi)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su FMI

Il Mondo continua a crescere. Lo conferma il nuovo “outlook” del Fondo monetario internazionale. Ma la marcia rallenta. Al netto di inflazione, il tasso globale di sviluppo torna ad avvicinarsi a quel tre per cento che rappresenta la media di lungo periodo dalla fine della Seconda Guerra Mondiale e che anni fa veniva indicato come soglia di attenzione al di sotto della quale è bene non andare. Oggi il Fondo monetario avverte che rischi di ulteriore peggioramento – i cosiddetti “downside risks” – ci sono e sono importanti. C’è una probabilità su sei di scendere al di sotto del due per cento nella crescita del PIL mondiale in quella che diventerebbe una sorta di sindrome pre-recessiva a livello planetario. Per memoria, e per non indulgere in eccessivo pessimismo, andrebbe però ricordato come nel 2009 la variazione in volume del prodotto interno lordo globale scese addirittura in territorio negativo con un calo annuo di mezzo punto percentuale. Da quel punto di minimo il Mondo si è comunque ripreso.

Nel 2008-09 il problema di crescita del Mondo si radicava nella bolla del debito privato, i mutui sub-prime, tanto per cominciare. Oggi il nodo da sciogliere appare quello degli eccessi di debito pubblico. Cambia anche la geografia della crisi. Se nell’autunno del 2008, con il tracollo di Lehman, il focus era sugli Stati Uniti e sulla finanza privata americana, nell’autunno del 2012 l’epicentro della crisi si radica in Europa: anzi, nel sud dell’Europa, in quella nuova geografia che i rapporti autunnali del Fondo monetario internazionale vanno a introdurre per la prima volta nella loro storia. La geografia di una “periphery”, una periferia europea, che si contrappone a un “core”, il nucleo dell’area dell’euro. Membri della periferia, nelle tante tabelle e nei molteplici grafici presentati dal Fondo, sono l’Italia, la Spagna, l’Irlanda, il Portogallo, la Grecia, e anche Cipro. Componenti del nucleo sono invece la Germania, la Francia, i Paesi bassi, il

Belgio, l'Austria, la Finlandia e tutti i paesi rimanenti dei diciassette, Malta compresa.

Il lessico conta. Etimologicamente, periferica è la linea che gira tutto intorno, la circonferenza che racchiude il cerchio, ma anche che ne giustifica l'esistenza. Non c'è cerchio senza circonferenza. Così non può esservi moneta unica senza una saldatura forte tra tutte le parti dell'eurozona. Bene, quindi, è non drammatizzare la messa in periferia dell'Italia. Anche perché, al di là delle parole, ciò che contano sono i numeri. E i numeri che continuano a rendere debole la situazione italiana non sono tanto quelli degli spread, dei rating e dello stesso debito pubblico. Sono invece i numeri della crescita.

Fatto cento il dato del 2007, nel 2012 il PIL italiano si attesterà a quota 93, sette punti sotto. Secondo le previsioni del Fondo, di questi sette punti perduti l'Italia ne recupererà quattro nei prossimi cinque anni. Nel 2017 il PIL reale dell'Italia sarà tre punti sotto il volume del 2007. Nel 2017 il PIL reale della Germania, ma anche quello del Belgio, saranno dieci punti sopra il dato del 2007. Nel medio termine il difetto di crescita dell'Italia non potrà essere aggravato da eventuali eccessi nelle manovre di compressione dei conti pubblici. Importante sarà cercare un punto di equilibrio. La direzione dovrà essere quella peraltro indicata dallo stesso Fondo monetario: "(...) economies in the periphery must continue to adjust at a pace they can bear" ovvero "le economie nella periferia devono continuare a risanare i conti pubblici ad un ritmo che esse possano sopportare". La differenza è fondamentale. Si tratta di perseguire la sostenibilità, che è rigore più crescita, e non la sola stabilità.

Dove può l'Italia trovare la crescita? Innanzitutto fuori dai confini dell'area euro, rafforzando i legami con le economie "emergenti" che continueranno a crescere. Su questo aspetto le proiezioni del Fondo monetario sono confortanti. La fase di rallentamento del ciclo cinese è transitoria. In Cina, in Brasile, in India gli spazi per politiche anticicliche sono ampi. È però iniziato un processo di transizione del modello di sviluppo, specie della Cina, con più consumi privati e meno investimenti industriali. È una crescita che cambia pelle, ma che continua. Fuori dai confini dell'Eurozona sono ancora tanti e importanti i contesti in cui i segni più prevalgono sui meno. Se facciamo cento i valori del 2012, le nuove proiezioni del Fondo monetario internazionale ci dicono che il PIL della Cina potrebbe salire a 150 entro il 2017. India, Indonesia e Vietnam cresceranno di una quarantina di punti. Brasile e Turchia di oltre venti. E così via.

L'Italia è un paese che annualmente vende al Mondo esportazioni per 630 miliardi di dollari. Certo, sui conti dell'export la Germania fa due volte più di noi. Ma dopo i tedeschi, per dimensioni e per dinamica, la capacità esportatrice dell'Italia si colloca ai livelli di protagonisti di assoluto rilievo del "core" europeo quali sono la Francia e i Paesi Bassi. Dalla geografia dell'export e dal rilancio della competitività occorre ripartire per fare più crescita. Dalla periferia dell'Europa essere più vicini al Mondo che cresce.

Un ritorno alla crescita, per un più rapido rientro del debito

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

Le nuove regole europee hanno reso più stringenti le prescrizioni contenute nei parametri di Maastricht, con particolare riferimento al debito. Ogni paese con un rapporto debito/Pil superiore al 60% è chiamato a riportarlo al di sotto di questa soglia nell'orizzonte temporale di venti anni. Per l'Italia, il rispetto delle regole richiederebbe una riduzione media annua del rapporto pari a circa il 3%.

Secondo stime della Banca d'Italia, per raggiungere l'obiettivo l'Italia dovrebbe registrare un avanzo primario stabilmente superiore al 5% e una crescita economica non inferiore all'1% in termini reali. Guardando all'esperienza degli ultimi venti anni, l'obiettivo di una crescita adeguata a favorire il rientro del debito appare particolarmente sfidante.

Dal 1990 al 2011, la crescita in Italia non è riuscita a ripagare gli oneri del debito, spiegando interamente il permanere del rapporto debito/Pil su livelli elevati. Nei prossimi anni, l'onere medio del debito è atteso mantenersi su valori intorno al 5%. Diviene, dunque, centrale avere come obiettivo quanto indicato dal Fmi nell'ultimo World Economic Outlook: una politica fiscale che miri ad un riequilibrio strutturale dei conti, ma che venga affiancata da una costante politica di sostegno alla crescita.

Il debito pubblico nelle nuove regole europee

La crisi ha portato all'attenzione della politica economica e del dibattito il problema dell'elevato debito pubblico, che interessa tutte le principali economie avanzate. Nell'Unione europea, negli anni precedenti la recessione ci si era concentrati prevalentemente sugli squilibri di bilancio, nonostante i parametri di Maastricht prevedessero anche un controllo del debito con un limite obiettivo al 60% del Pil. Nelle nuove regole europee questo vincolo è stato reso più stringente. Ogni paese con un debito oltre la soglia massima è chiamato ad attivare le politiche necessarie per riportarlo al di sotto del 60%, nell'orizzonte temporale di venti anni.

Alla fine del 2011, tutte le principali economie dell'area euro hanno registrato un rapporto debito/Pil superiore al 60%, sebbene con una certa variabilità. Si va dal 68,5% della Spagna, per la quale, però, le previsioni della Commissione europea parlano di un aumento ad oltre l'80% alla fine di quest'anno, al 165,3% della Grecia, passando per l'81,2% della Germania e l'85,8% della Francia.

In Italia, il rapporto debito/Pil ha raggiunto il 120,1%. In termini pro-capite, su ogni cittadino italiano alla fine del 2011 gravava un debito pubblico pari a 31.293 euro, a fronte dei 26.400 di un francese e dei 25.547 di un tedesco. Il valore pro-capite in Grecia si posiziona poco sopra quello italiano (31.443 euro), mentre quello irlandese sale a 37.039 euro.

Pensando alle nuove regole europee, appare interessante domandarsi cosa significhi realmente dover ridurre il rapporto debito/Pil al di sotto del 60%, con un orizzonte di venti anni. Per la Grecia, l'eccedenza di debito raggiunge il 105,3% del Pil. Il rispetto delle nuove regole richiederebbe una riduzione annuale di oltre il 5% del Pil. Anche per la Francia e la Germania, sebbene su livelli notevolmente inferiori, le nuove regole europee comporterebbero politiche impegnative in un momento di debolezza dell'economia. Per l'Italia, l'extra debito è pari a poco più del 60% del Pil. Rispettare l'obiettivo significherebbe per il nostro paese porre in essere una riduzione media annua del rapporto debito/Pil pari a circa il 3%.

Sono diversi i fattori che incidono sulla dinamica del debito. Pesa l'equilibrio dei conti pubblici, ma anche la crescita dell'economia e il livello degli oneri per interessi che ciascuno stato è chiamato a pagare. Secondo recenti stime della Banca d'Italia, il rispetto delle nuove regole europee richiederebbe per l'Italia, tra le altre cose, un avanzo primario stabilmente superiore al 5% e una crescita economica non inferiore all'1% in termini reali.

Appare interessante guardare quanto accaduto negli anni passati per cercare di capire quale tra questi due obiettivi, bilancio pubblico in equilibrio ed economia in crescita, possa essere considerato più sfidante per il nostro paese nell'ottica del rispetto delle regole europee.

La dinamica del debito pubblico in Italia: uno sguardo agli ultimi venti anni

La variazione del rapporto debito/Pil può essere scomposta considerando il contributo di tre fattori¹: 1) il saldo primario, differenza tra entrate e uscite correnti, considerata al netto degli interessi, per rappresentare più direttamente le decisioni di politica economica; 2) lo *snowball effect* (effetto valanga), riflette l'impatto sul debito della differenza tra la spesa per interessi e il tasso di crescita del Pil nominale²; 3) una componente residuale, misura l'aggiustamento stock-flussi legato alle voci che agiscono in modo diverso sul fabbisogno e sul livello del debito³. I primi due fattori forniscono informazioni distinguendo tra una componente discrezionale legata alle scelte di politica fiscale e una componente legata a fattori non completamente influenzabili dalle decisioni di politica economica. L'andamento del rapporto debito/Pil dipende, dunque, oltre che dalle scelte di politica fiscale, anche dalla capacità del paese di conseguire una crescita economica tale da coprire il costo del debito accumulato negli anni precedenti.

Negli ultimi venti anni, l'Italia ha sperimentato diverse recessioni, con differenti gradi di intensità, alternate a periodi di positiva crescita economica. Guardare questo intervallo di tempo, analizzando il ruolo che le singole componenti hanno avuto nello spiegare la dinamica del rapporto debito/Pil, può aiutare a comprendere quanto più o meno complessi siano gli obiettivi di crescita e di saldo di bilancio indicati dalla Banca d'Italia.

Il periodo che va dal 1991 al 2011 può essere suddiviso in tre fasi: gli anni della grande crisi valutaria e della recessione: dal 1991 al 1994; gli anni della debole crescita economica: dal 1995 al 2007; gli anni della grande crisi: dal 2008 al 2011. È utile analizzare prima le due fasi di crisi, per poi concentrarsi sui quindici anni di crescita che hanno separato le due recessioni.

L'Italia arrivò all'inizio degli anni Novanta con conti pubblici estremamente in disordine. Nel 1991, il debito aveva raggiunto il 98,1% del Pil, da poco più del 55% del 1980. In quattro anni, l'incidenza sul Pil aumentò complessivamente di 26,4 punti percentuali, una crescita media annua pari a 6,6 punti, raggiungendo il 121,2% nel 1994. L'analisi delle componenti ci mostra come il peggioramento sia stato esclusivamente il risultato del rallentamento della crescita economica. L'aumento annuo del Pil nominale si ridusse da oltre il 9% nel 1991 al 3% nel 1993, anno di recessione con una flessione in termini reali prossima a un punto percentuale. L'onere medio del debito rimase, invece,

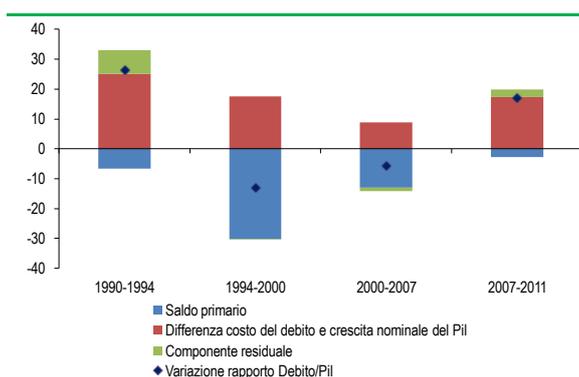
¹ Per la metodologia di calcolo delle determinanti delle variazioni del rapporto tra il debito pubblico e il Pil si veda la nota alla figura C4 della Relazione annuale della Banca d'Italia sull'anno 2000.

² In una visione di lungo periodo, il costo medio del debito dovrebbe assumere un valore non distante dal tasso di crescita dell'economia.

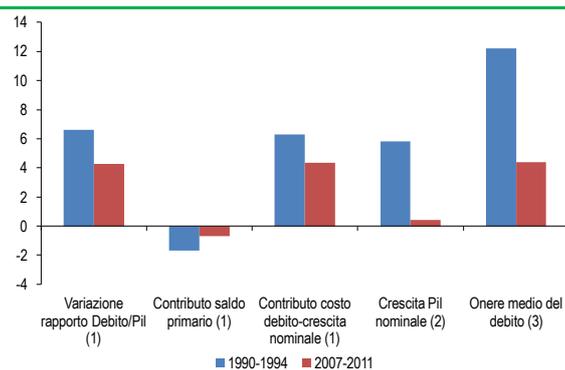
³ L'aggiustamento stock-flussi tiene conto, tra le altre cose, delle modifiche di valore degli strumenti finanziari, delle operazioni finanziarie, delle privatizzazioni, della discrepanza tra flussi di cassa e attribuzioni di competenza ed è calcolato come residuo tra crescita del debito e fabbisogno.

stabilmente al di sopra del 10%. Viceversa, le politiche restrittive, poste in essere per contrastare la crisi valutaria, riportarono in territorio positivo il saldo primario, che nell'insieme dei tre anni contenne la crescita dell'incidenza del debito sul Pil per quasi 7 punti percentuali.

Variatione dell'incidenza del debito pubblico sul Pil in Italia e sue determinanti (punti percentuali)



Il debito pubblico in Italia e le sue determinanti: un confronto tra la crisi attuale e la recessione dell'inizio degli anni Novanta (medie annue)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat e Banca d'Italia

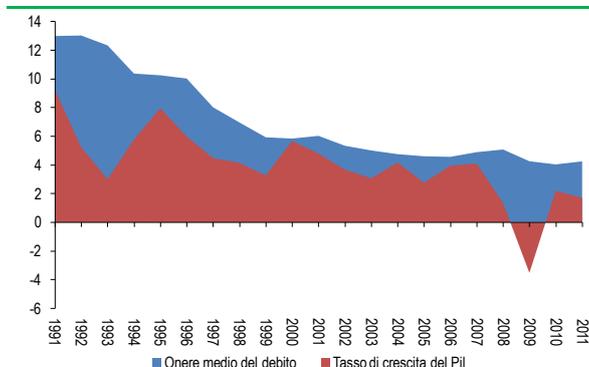
(1): punti percentuali; (2): variazione percentuale; (3): valori percentuali

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat e Banca d'Italia

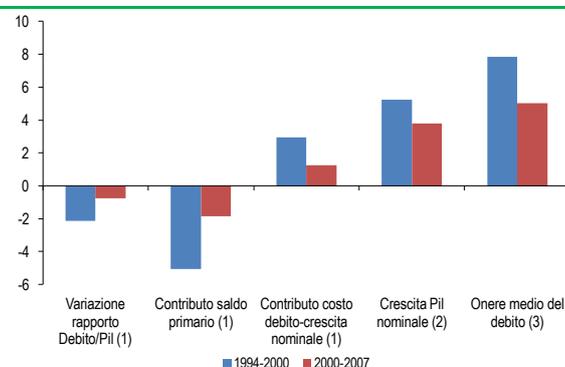
Passando all'attuale crisi, e guardando quanto accaduto negli ultimi quattro anni, una prima considerazione deve essere effettuata. Nel confronto con la prima parte degli anni Novanta, il peggioramento dei conti pubblici appare meno intenso. Dal 2007 al 2011, l'incidenza del debito sul Pil è cresciuta di 17 punti percentuali, dal 103,1% al 120,1%. L'aumento medio annuo è risultato pari a 4,3 punti, a fronte dei 6,6 del periodo 1991-1994. Come all'inizio degli anni Novanta, l'incremento del debito è esclusivamente il risultato del peggioramento della congiuntura. La crescita nominale dell'economia è stata pari allo 0,4% medio annuo, risultando addirittura negativa nel 2009. L'onere medio del debito si è mantenuto sostanzialmente stabile, tra il 4% e il 5%. Negli ultimi quattro anni, la differenza tra il costo del debito e la crescita economica ha contribuito all'aumento del rapporto debito/Pil per oltre 17 punti percentuali. Nonostante le pressioni provenienti dal peggioramento della congiuntura, i conti pubblici sono, invece, rimasti in una condizione di sostanziale equilibrio. Il saldo primario ha contenuto l'incremento del debito, rimanendo positivo nel complesso dei quattro anni, sebbene in sensibile peggioramento rispetto al periodo precedente.

In entrambe le due fasi recessive considerate i conti pubblici italiani hanno, dunque, sensibilmente risentito del peggioramento della congiuntura. Una crescita economica non sufficiente a coprire il costo del debito spiega interamente l'aumento dell'incidenza sul Pil. Questo ruolo della crescita non è, però, una peculiarità delle fasi di crisi, ma è una caratteristica degli ultimi venti anni. Questa considerazione appare con evidenza andando ad analizzare quanto accaduto tra il 1995 e il 2007.

La crescita nominale del Pil e l'onere medio del debito in Italia negli ultimi venti anni



Il debito pubblico in Italia e le sue determinanti nelle fasi di crescita dell'economia (medie annue)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat e Banca d'Italia

(1): punti percentuali; (2): variazione percentuale; (3): valori percentuali

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat e Banca d'Italia

In questo periodo, il rapporto debito/Pil si è ridotto di oltre 18 punti percentuali, passando dal 121,2% al 103,1%. Questo miglioramento è il risultato di conti pubblici in equilibrio, a fronte di una crescita dell'economia non sufficiente a ripagare il costo del debito. Il rallentamento della crescita appare evidente suddividendo la fase considerata in due sottoperiodi. Nella seconda parte degli anni Novanta, mentre il Pil nominale cresceva di oltre il 5% medio annuo, l'Italia pagava per il suo debito un costo medio prossimo all'8%. Tra il 2000 e il 2007, il costo del debito si è ridotto, come effetto dell'ingresso del paese nell'area euro, intorno al 5%, ma contemporaneamente l'economia ha bruscamente rallentato. Negli anni Duemila, il vantaggio di tassi di interesse più bassi è stato, quindi, annullato da un'economia che gradatamente è divenuta incapace di crescere. Il saldo primario spiega, invece, oltre 40 punti del calo dell'incidenza del debito registrato tra il 1995 e il 2007. Anche guardando l'equilibrio dei conti emergono differenze tra i due periodi nei quali è possibile dividere questa fase di debole crescita. Nella seconda parte degli anni Novanta, il saldo primario ha oscillato tra il 4,5% e il 6,5%, come risultato delle politiche poste in essere per raggiungere l'obiettivo dell'ingresso nell'area euro. Nella prima parte degli anni Duemila, l'equilibrio dei conti è peggiorato, anche per il venir meno delle misure temporanee approvate nel periodo precedente. Il saldo primario si è stabilizzato ampiamente al di sotto del 3%.

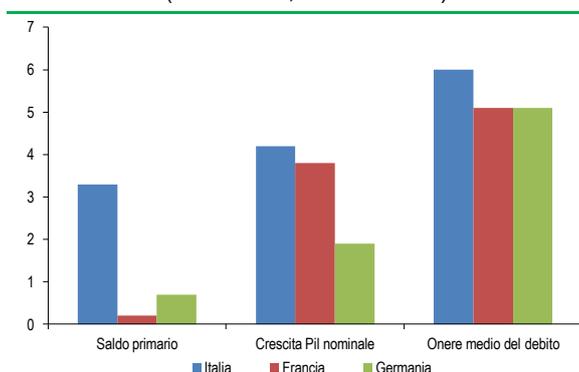
Debito pubblico e crescita: un confronto tra Italia, Francia e Germania

Negli ultimi venti anni, la debole crescita economica ha, dunque, contribuito a spiegare interamente il permanere su livelli elevati del rapporto debito/Pil. La crescita non è riuscita a ripagare gli oneri del debito, nonostante l'ampio calo dei tassi di interesse favorito dall'ingresso nell'area euro. Tale andamento non è, però, una caratteristica esclusiva del nostro paese. Appare interessante confrontare quanto accaduto in Italia con quanto registrato in Francia e Germania, focalizzando l'attenzione sul periodo che va dal 1995 al 2007, anni di crescita dell'economia mondiale non influenzati dalle brusche flessioni dell'attività registrate durante l'attuale crisi.

Nei dodici anni considerati, l'incidenza del debito sul Pil si è ridotta di 17,9 punti percentuali in Italia (dal 120,9% al 103,1%), mentre è aumentata di 8,1 punti in Francia (dal 56,1% al 64,2%) e di 9,9 in Germania (dal 55,3% al 65,2%). Dal 1995 al 2007, in tutti e tre i paesi il saldo primario ha contribuito a contenere l'aumento del debito, ma con intensità molto differenti. In Italia, il saldo di bilancio al netto degli interessi ha sottratto quasi 40 punti percentuali alla crescita del rapporto debito/Pil, in Germania 8,6 punti e in Francia solo 2. In Italia, l'avanzo primario è stato in media pari al 3,3% del Pil, a fronte di valori solo leggermente positivi negli altri due paesi.

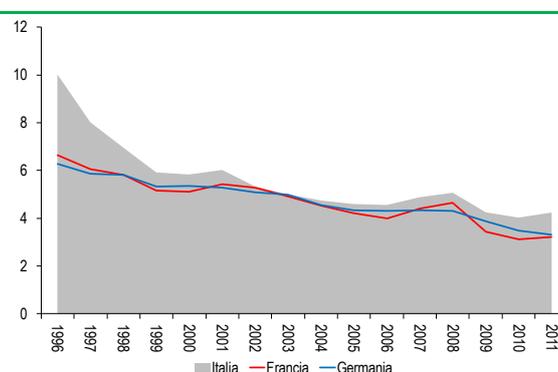
Le determinanti dell'evoluzione del rapporto debito/Pil in Italia, Francia e Germania

(1995-2007; medie annue)



Gli oneri per interessi sul debito pubblico in Italia, Francia e Germania

(valori percentuali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat, Banca d'Italia e Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat, Banca d'Italia e Eurostat

La differenza tra l'onere medio del debito e la crescita nominale dell'economia ha, invece, favorito l'aumento dell'incidenza del debito sul Pil. Tale contributo è risultato particolarmente significativo in Italia e in Germania, con valori superiori ai 20 punti percentuali, ma con caratteristiche differenti nei due paesi. La Germania ha sofferto prevalentemente la debole crescita dell'economia, mentre in Italia ha pesato anche un onere medio del debito rimasto su valori più elevati, nonostante il calo dei tassi di interesse. Tra il 1995 e il 2007, la crescita del Pil nominale è risultata pari all'1,9% in Germania, al 3,8% in Francia e al 4,2% in Italia. Ovviamente è opportuno ricordare come il più solido sviluppo del nostro paese sia prevalentemente il risultato del più rapido aumento dei prezzi, mentre la crescita del Pil in termini reali è risultata sostanzialmente in linea con quella tedesca. Sul fronte degli interessi, l'onere del debito è risultato pari al 5,1% medio annuo in Francia e Germania e al 6% in Italia. Nel confronto con Francia e Germania emerge, dunque, non tanto un basso livello della crescita nominale in Italia, quanto un valore di questa non adeguato a ripagare gli interessi sul debito a causa di un onere medio stabilmente più elevato di quello delle altre economie. Per il nostro paese aver dovuto sopportare un costo in termini di maggiori interessi prossimo all'1% per ognuno dei dodici anni considerati significa aver dovuto fronteggiare nell'intero periodo un maggiore esborso per interessi stimabile in circa 150 miliardi di euro.

Alcune considerazioni

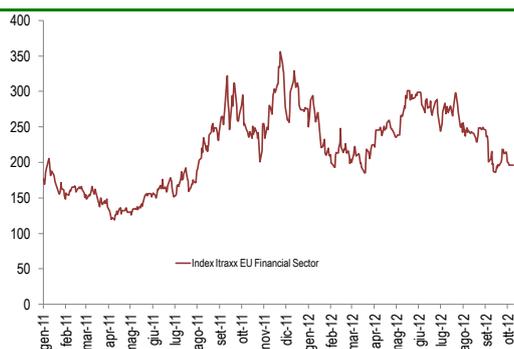
I dati relativi agli ultimi venti anni mostrano, dunque, come l'elevato livello del debito sia il frutto di una crescita economica non adeguata a compensare il costo degli interessi. Tale situazione accomuna il nostro paese alle altre principali economie europee, con particolare riferimento alla Germania. Nel valutare quanto accaduto è, però, opportuno ricordare come sui risultati conseguiti dall'Italia, sia in termini di crescita sia con riferimento al riequilibrio dei conti, abbia pesato la criticità delle condizioni di partenza. Nella prima parte degli anni Novanta il rapporto debito/Pil in Italia era pari a più del doppio sia di quello tedesco sia di quello francese. Gli oneri finanziari superavano il 10% del Pil, mentre in Germania si fermavano tra il 3% e il 4%. L'Italia ha dovuto porre in essere correzioni significative dei conti pubblici già negli anni precedenti la crisi, con effetti restrittivi sulla crescita economica.

Il Fmi ha dedicato un capitolo del World Economic Outlook recentemente pubblicato al problema del debito. Un aspetto emerge con particolare chiarezza: l'importanza della crescita economica nel favorire una minore incidenza del debito sul Pil. Il Fmi nella sua analisi considera 22 economie avanzate, studiandone l'andamento delle finanze pubbliche negli ultimi cento anni. Uno dei risultati mostra sia il limite dell'Italia nell'esperienza passata di riduzione del debito sia l'elemento di maggiore difficoltà per il nostro paese nel processo di riequilibrio dei conti in corso. Nelle esperienze considerate dal Fmi, la differenza tra il costo del debito e la crescita economica è risultata in media inferiore all'1%. In Italia, tra il 1990 e il 2011, questa differenza è stata pari ad oltre il 3%, e durante i periodi di crescita, dal 1995 al 2007, è scesa solo poco al di sotto del 2%.

Secondo i dati contenuti nella Nota di aggiornamento del Documento di Economia e Finanza, recentemente approvata dal Governo, l'onere medio del debito pubblico in Italia dovrebbe mantenersi nei prossimi anni intorno al 5%. Appare complesso che la crescita economica possa, anche al lordo dell'aumento dei prezzi, ripagare interamente questo costo del debito. Le stime della Banca d'Italia segnalano, dunque, come obiettivo un saldo primario che si mantenga stabilmente al di sopra del 5%. Nel passato livelli simili di saldo primario sono stati raggiunti nella seconda parte degli anni Novanta. La differenza con la fase attuale risiede nel contesto esterno. Nella fase di avvicinamento all'area euro, l'economia mondiale cresceva senza grandi incertezze, e l'Italia beneficiava di svalutazioni competitive del cambio. Politiche fiscali restrittive erano, dunque, più facilmente realizzabili. Oggi lo scenario economico appare senza dubbio più complesso. Secondo le stime della Banca d'Italia, le manovre approvate per contenere il disavanzo hanno generato un effetto restrittivo, in termini di minore crescita del Pil, pari all'1%. Diviene, dunque, centrale avere come obiettivo quanto indicato dal Fmi. Partendo dal presupposto che la riduzione dell'incidenza del debito richiede tempo, e deve essere considerata come una maratona, alle politiche fiscali, che devono mirare ad un riequilibrio strutturale dei conti, evitando misure temporanee, deve essere necessariamente affiancata una costante politica di sostegno della crescita.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

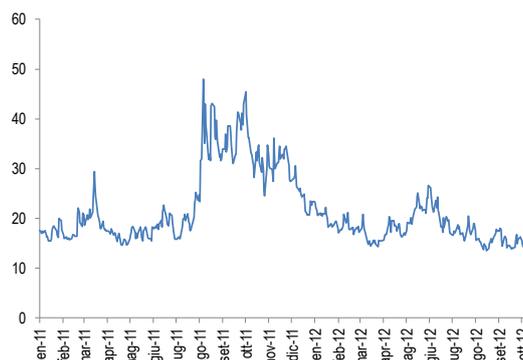
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio scendono a 195 pb da 200 pb della scorsa settimana.

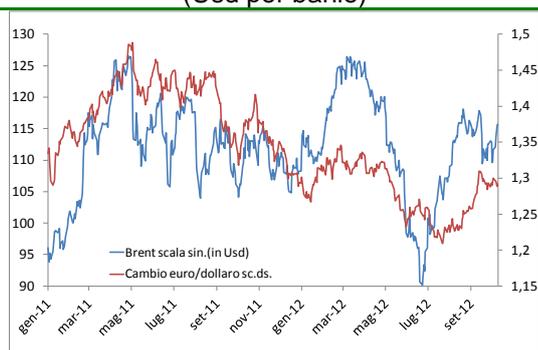
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix, oscilla intorno a quota 15.

Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ si muove intorno a 1,29. Il petrolio di qualità Brent sale a 116\$ al barile.

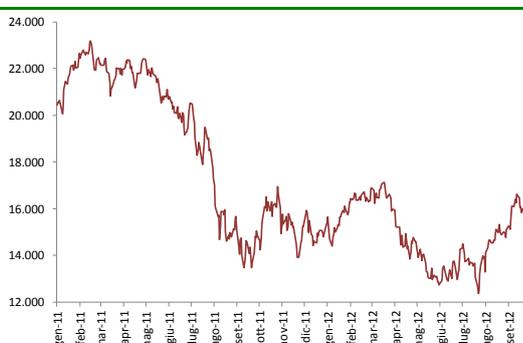
Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro si avvicina a 1.780 dollari l'oncia.

Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib nell'ultima settimana sale da quota 15.500 a 15.650.

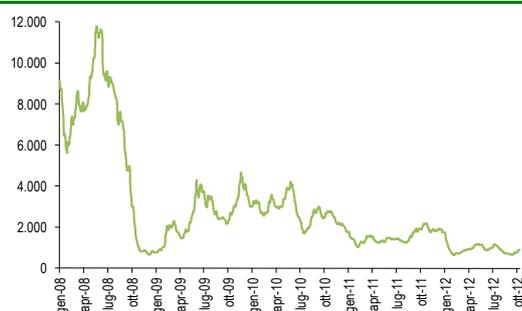
Tassi dei benchmark decennali: differenziale con la Germania (punti base)



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 649 pb per il Portogallo, 342 pb per l'Irlanda, 430 pb per la Spagna e 348 pb per l'Italia.

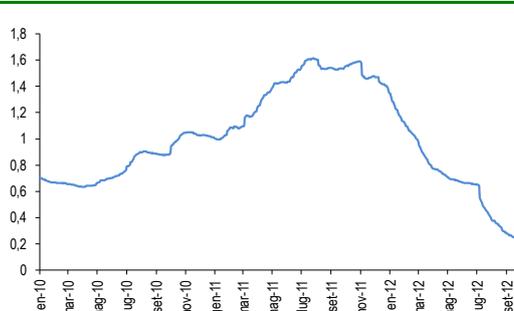
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice, su valori minimi, sale nell'ultima settimana 800 a 900.

Euribor 3 mesi (val. %)



Fonte: Thomson Reuters

Continua la flessione dell'euribor 3m che si avvicina a 0,20% .

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.