

# Quaderno di Ricerca

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

## Italia 3 trim 2015: Pil, debito & Co.

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2015 – Tutti i diritti riservati

### Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 5
I contributi per la stabilità	Pag. 10
Le entrate e le uscite	Pag. 11
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 12
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 18
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 19
L'inflazione	Pag. 24
La disoccupazione	Pag. 26
Approfondimenti	Pag. 29
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 29
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 32
Conclusioni	Pag. 39
Bibliografia	Pag. 40

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 Mazziro
Per gli Approfondimenti:	Andrew Lawford Gabriele Serafini

*Il meteorologo non sbaglia mai.  
Se c'è l'80% di probabilità di pioggia,  
e non piove, vuol dire che siamo nel 20%.  
Saul Barron*

## **Introduzione**

Dopo 5 anni, 20 numeri di questo Osservatorio, la ripresa c'è, senza dubbio debole, probabilmente solo ciclica, ma almeno è arrivata.

Significa forse che questo Osservatorio ha esaurito il suo scopo? Certamente no, questa rivista scientifica è nata come sentinella, per misurare la profondità della crisi ed ora per valutare attentamente la reale portata della ripresa, evidenziando per tempo tutti quei dati che prendendo il sopravvento potrebbero riportare indietro le lancette dell'orologio.

Non dobbiamo dimenticare inoltre che il gap rispetto alle condizioni pre-crisi è elevato, l'Italia ha recuperato meno rispetto ai partner europei e questo è di per sé un campanello di allarme.

Ora è importante sorvegliare come si sviluppa la fase positiva, in che modo questa è legata alle condizioni favorevoli di bassi prezzi energetici, tassi a zero sui titoli e acquisti abnormi della BCE, verificando al tempo stesso cosa viene fatto per sfruttare queste opportunità irripetibili.

Non mancheremo invece di denunciare dove minori pressioni economiche si tradurranno, come spesso è accaduto, in un lassismo normativo atto solo a catturare il consenso.

*Maurizio Mazziero*

*Per essere prontamente avvisati delle prossime uscite è possibile iscriversi alla pagina [Indice degli Osservatori trimestrali sui dati economici italiani del sito Mazziero Research](#).*

## I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Stabile	AA+	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Stabile
Belgio	AA	Stabile	AA	Negativo	Aa3	Stabile	A+	Stabile
Cipro	BB-	Positivo	B+	Positivo	B1	Stabile	NA	NA
Croazia	BB+	Negativo	BB+	Stabile	Ba1	Negativo	BB+	Negativo
Danimarca	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Estonia	AA-	Stabile	A+	Stabile	A1	Stabile	A	Stabile
Finlandia	AA+	Negativo	AAA	Negativo	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Francia	AA	Negativo	AA	Stabile	Aa2	Stabile	A	Stabile
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Grecia	CCC+	Stabile	CCC	In osservazione	Caa3	Stabile	CC	Stabile
Irlanda	A	Stabile	A-	Positivo	Baa1	Positivo	BBB	Stabile
Italia	BBB-	Stabile	BBB+	Stabile	Baa2	Stabile	BBB-	Negativo
Lettonia	BBB+	Positivo	A-	Stabile	Baa1	Stabile	BBB-	Stabile
Lussemburgo	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Malta	BBB+	Positivo	A	Stabile	A3	Negativo	A-	Negativo
Norvegia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Olanda	AA+	Positivo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Portogallo	BB+	Stabile	BB+	Positivo	Ba1	Stabile	BB	Stabile
Regno Unito	AAA	Negativo	AA+	Stabile	Aa1	Negativo	A+	Stabile
Slovacchia	A	Positivo	A+	Stabile	A2	Stabile	NA	NA
Slovenia	A-	Positivo	BBB+	Positivo	Ba1	Stabile	NA	NA
Spagna	BBB+	Stabile	BBB+	Stabile	Baa2	Positivo	BBB+	Stabile
Stati Uniti	AA+	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	A-	Negativo
Svezia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile

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

## I fatti

- 1 luglio 2015, Moody's declassa la Grecia a Caa3, con outlook sotto osservazione.
- 10 luglio 2015, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 10 luglio 2015, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 10 luglio 2015, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 10 luglio 2015, S&P migliora l'outlook di Malta da stabile a positivo.
- 17 luglio 2015, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 21 luglio 2015, S&P promuove la Grecia a CCC+, con outlook stabile.
- 24 luglio 2015, Moody's conferma l'Estonia ad A1, con outlook stabile.
- 24 luglio 2015, Fitch conferma il Belgio ad AA, con outlook negativo.
- 4 agosto 2015, S&P rivede l'outlook dell'Un. Europea (AA+) da stabile a negativo.
- 7 agosto 2015, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 7 agosto 2015, Fitch migliora l'outlook dell'Irlanda da stabile a positivo.
- 18 agosto 2015, Fitch promuove la Grecia a CCC, con outlook sotto osservazione.
- 21 agosto 2015, Fitch conferma Malta ad A, con outlook stabile.
- 4 settembre 2015, S&P conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 11 settembre 2015, Moody's migliora l'outlook dell'Irlanda da stabile a positivo.
- 18 settembre 2015, Moody's declassa la Francia ad Aa2, con outlook stabile.
- 18 settembre 2015, S&P promuove il Portogallo a BB+, con outlook stabile.
- 18 settembre 2015, Fitch declassa l'outlook della Finlandia da stabile a negativo.

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

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

- 25 settembre 2015, Dbrs conferma l'Italia ad A (low) con trend stabile.
- 25 settembre 2015, S&P conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 25 settembre 2015, S&P promuove Cipro a BB-, con outlook positivo.
- 25 settembre 2015, S&P conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 25 settembre 2015, S&P declassa l'outlook della Finlandia da stabile a negativo.
- 25 settembre 2015, S&P conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 25 settembre 2015, Moody's conferma la Grecia a Caa3, con outlook stabile.
- 25 settembre 2015, Fitch conferma il Portogallo a BB+, con outlook positivo.
- 25 settembre 2015, Fitch migliora l'outlook della Slovenia da stabile a positivo.
- 2 ottobre 2015, S&P promuove la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 23 ottobre 2015, Fitch conferma l'Italia a BBB+, con outlook stabile.
- 23 ottobre 2015, Fitch conferma la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 23 ottobre 2015, Fitch promuove Cipro a B+, con outlook positivo.
- 23 ottobre 2015, S&P conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 23 ottobre 2015, Moody's rivede l'outlook dell'Austria da stabile a negativo.
- 30 ottobre 2015, Fitch conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 13 novembre 2015, S&P conferma l'Italia a BBB-, con outlook stabile.
- 13 novembre 2015, Fitch conferma la Grecia a CCC.
- 13 novembre 2015, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 13 novembre 2015, Moody's promuove Cipro a B1, con outlook stabile.

## Il debito pubblico

(Millioni di Euro)	2014		2015	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.090.007	20.045	2.166.858	30.956
Febbraio	2.107.547	17.540	2.170.192	3.334
Marzo	2.120.449	12.902	2.185.484	15.292
Aprile	2.147.017	26.568	2.195.805	10.321
Maggio	2.166.986	19.969	2.219.231	23.426
Giugno	2.168.667	1.681	2.204.635	-14.596
Luglio	2.168.907	240	2.200.159	-4.476
Agosto	2.148.515	-20.392	2.184.671	-15.488
Settembre	2.134.408	-14.107	2.191.659	6.988
Ottobre	2.158.604	24.196		
Novembre	2.161.018	2.414		
Dicembre	2.135.902	-25.116		
Incremento		<b>65.940</b>		<b>55.757</b>

Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2014 a settembre 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

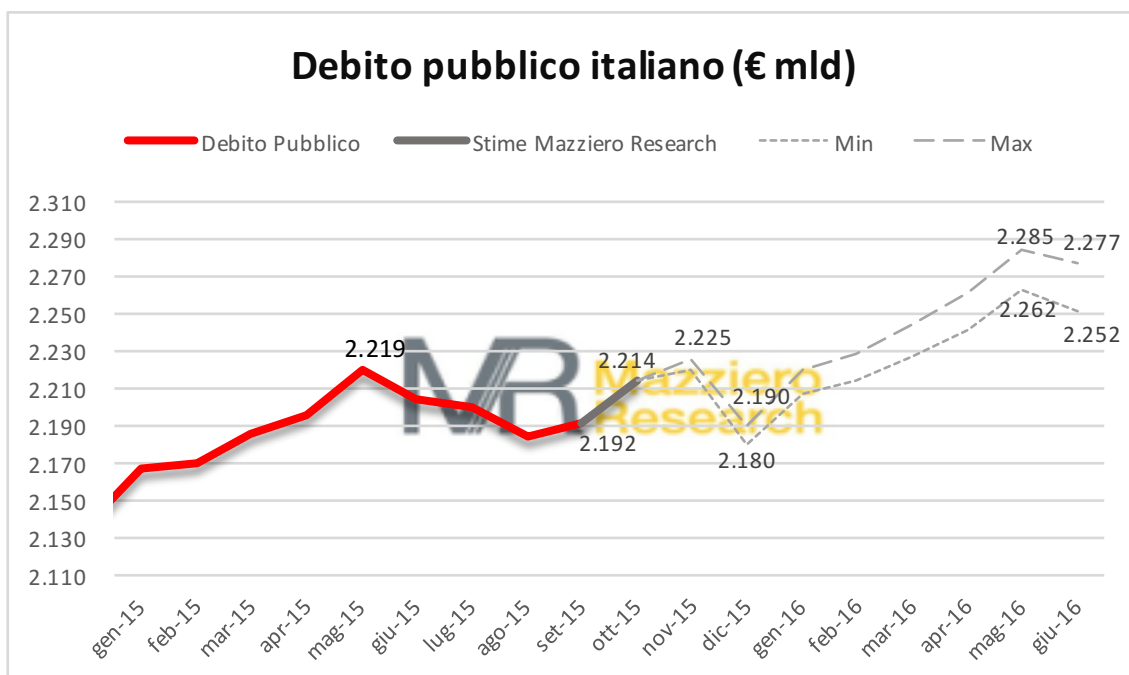
### I fatti

- Debito a settembre 2015: 2.192 miliardi, 27 miliardi al di sotto del record storico.
- L'incremento del debito da inizio 2015 è di 55,8 miliardi, nel medesimo periodo del 2014 era stato di 64,4 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente all'1 gennaio 2015, è di 36.042 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 899 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 68,5%, oltre il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 32,6%.

### Il commento

Dopo la forte riduzione da giugno ad agosto (-35 miliardi) il debito pubblico è tornato a galoppare (2.192 miliardi) e lo farà sino alla rilevazione di novembre a cui seguirà l'operazione *maquillage* di abbellimento dei conti di fine anno.

Si tratterà davvero di un abbellimento momentaneo, perché con i primi mesi dell'anno prossimo tornerà a salire a un ritmo forsennato, grazie anche al via libera UE per la manovra a deficit, e raggiungerà un massimo storico a maggio 2016, per poi scendere lievemente a giugno.



*Figura 1: Andamento debito pubblico dal 2015 e stima valori a giugno 2016 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)*

Insomma nulla di nuovo sotto il sole dato che di *spending review* il Governo non ne vuole sentir parlare e dopo Giarda, Bondi e Cottarelli anche Perotti si è arreso.

La spesa pubblica è un mostro intoccabile, che è strumento per ottenere consenso, semmai la *spending review* la possono fare le regioni e i comuni, tanto poi saranno loro a mostrare la faccia quando dovranno innalzare i tributi locali.

Anzi per il momento il governo toglie la tassa sulla prima casa; come, in che modo e soprattutto quando trasferirà ai comuni la compensazione si vedrà.

Le regioni avevano anche provato a fare la voce grossa con il Governo, ma tutto il malcontento è rientrato quando quest'ultimo ha posto all'ordine del giorno il rientro dall'enorme debito che anche queste hanno accumulato.

La gestione del consenso, si sa, è una malattia contagiosa e le regioni non si sono mai poste il problema del rientro; tanto prima o poi qualcuno pagherà.

#### Riquadro 1

##### Stime debito pubblico sino a giugno 2016

I modelli previsionali della Mazziere Research stimano un debito pubblico per il mese di ottobre 2015 a 2.214 miliardi di euro, salirà anche a novembre per poi scendere a dicembre concludendo l'anno in una zona compresa tra 2.180 e 2.190.

Tornerà a salire sin dall'inizio del 2016, segnando un nuovo massimo storico a maggio tra 2.263 e 2.285 miliardi, seguirà un calo nel mese di giugno verso un valore compreso tra 2.252 e 2.277 miliardi.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflaz. IPCA
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,30%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,60%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,80%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,30%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	2,20%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,20%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	2,00%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,50%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,80%
Anno 2010	1.851.213	89.984	5,11%	1,60%
Anno 2011	1.907.479	56.266	3,04%	2,90%
Anno 2012	1.988.901	81.422	4,27%	3,30%
Anno 2013	2.069.962	81.061	4,08%	1,30%
Anno 2014	2.135.902	65.940	3,19%	0,20%
1 Trim 2015	2.185.484	49.582	2,32%	-
2 Trim 2015	2.204.635	19.151	0,88%	-
3 Trim 2015	2.191.659	-	-0,59%	-
<b>Incremento</b>		<b>891.318</b>	<b>68,54%</b>	<b>32,60%</b>

Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a settembre 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

La **Figura 2** mostra il debito degli enti locali diviso per regione, si confronti per ciascuna regione il valore del 2014 (in rosso) rispetto a quello dei precedenti anni (altri colori). È possibile vedere chiaramente quali sono le regioni con il debito maggiore e al tempo stesso quelle che, con grande spreco per i cittadini, l'hanno addirittura aumentato.

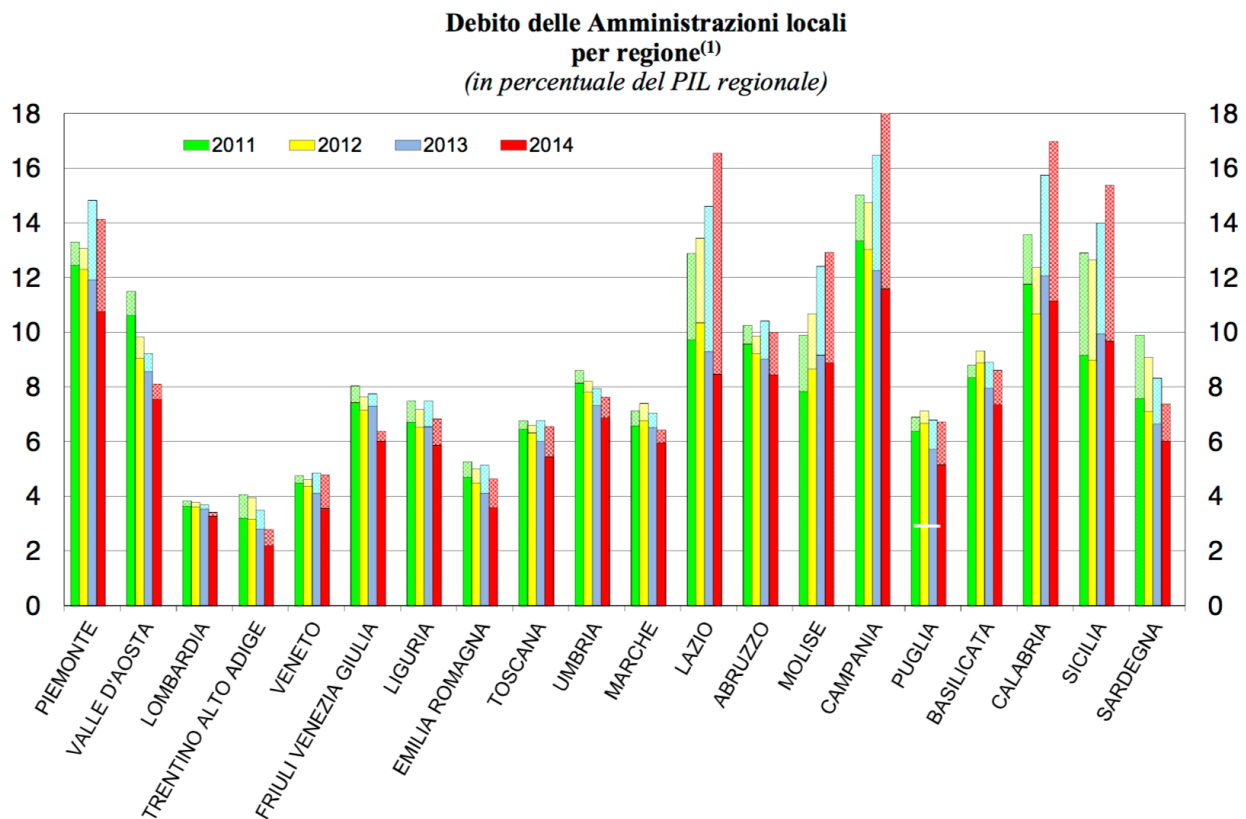


Figura 2: Debito amministrazioni locali suddiviso per regione  
(Banca d'Italia)

Altro salasso che si sta preparando per i contribuenti, ma che sarà tenuto sottotraccia il più possibile, è la soluzione al problema delle sofferenze bancarie che hanno raggiunto la spropositata cifra di 200 miliardi e il cui valore di realizzo è di soli 87 miliardi.

La minaccia si chiama *bad bank* e il pedaggio si chiama denaro dei contribuenti; come e in che misura queste due voci interagiranno lo verranno a sapere solo pochi specialisti.

Riportiamo infine due **Riquadri** sulle audizioni alla legge di stabilità e sui contenuti della Nota di aggiornamento al DEF; basterà una lettura attenta per capire come il Governo ci prometta impegni di sgravio permanenti finanziati da misure temporanee; in parole povere come comprare un'auto pagando la prima rata con la tredicesima.

## Riquadro 2

### **Si riportano di seguito degli estratti delle audizioni alle Commissioni di Camera e Senato in occasione della presentazione del Disegno di Legge di Stabilità.**

#### *Audizione Banca d'Italia*

[...] i ripetuti cambi di direzione in materia di clausole di salvaguardia sono un elemento di incertezza. Tali clausole erano intese ad assicurare l'impegno del Governo a consolidare i conti pubblici, da realizzarsi principalmente mediante il contenimento della spesa (o la revisione delle *tax expenditure*). È importante che la disattivazione delle clausole sia accompagnata da tagli alle erogazioni, al fine di non indebolire la credibilità del processo di revisione della spesa e di consolidamento dei conti pubblici, tanto più che per gli anni successivi al 2016 permangono clausole di salvaguardia per circa un punto percentuale del prodotto (essenzialmente riguardanti l'IVA). Sono pertanto decisivi i risultati che si conseguiranno nei prossimi anni in termini di controllo della dinamica della spesa e di riduzione del debito.

[...] il disegno di legge di stabilità prevede – in caso di gettito inferiore alle attese (derivante dalla Voluntary Disclosure, *ndr*) – un aumento delle accise sui carburanti da definire entro il prossimo 31 marzo.

#### *Audizione Ufficio Parlamentare di Bilancio*

[..] Impegni a carattere permanente sono finanziati nel primo anno in buona parte da risorse temporanee e nel periodo successivo da un andamento favorevole del quadro tendenziale di finanza pubblica il quale, da un lato, incorpora tassi di crescita dell'economia superiore a quelli di consenso e, dall'altro, sconta la presenza di una ancora sostanziosa clausola di salvaguardia sull'IVA. Il ricorso a clausole di salvaguardia per garantire la tenuta dei conti nel medio periodo rende difficile riconoscere gli obiettivi della programmazione di bilancio per gli anni successivi al primo: non è chiaro se e come verrà evitato l'aumento dell'IVA nel 2017.

#### *Audizione Corte dei conti*

[...] Una scelta di politica economica che utilizza al massimo gli spazi di flessibilità disponibili riducendo esplicitamente i margini di protezione dei conti pubblici e lascia sullo sfondo nodi irrisolti (clausole, contratti pubblici, pensioni) e questioni importanti (quali un definitivo riassetto del sistema di finanziamento delle autonomie territoriali). Ciò viene fatto puntando sull'efficacia di specifici canali di trasmissione dell'intervento pubblico.

Nel percorso programmatico di finanza pubblica permangono, tuttavia, aspetti critici che attengono innanzitutto alla tenuta del quadro di riferimento per i prossimi anni.



**Alcuni estratti dalla Nota di aggiornamento del Documento di Economia e Finanza presentata dal Governo il 18 settembre 2015**

[...] Per il 2015 è confermato l'obiettivo di indebitamento netto del 2,6 per cento del PIL fissato in aprile, mentre per il 2016 l'obiettivo è rivisto dall'1,8 al 2,2 per cento del PIL, fatto salvo un ulteriore margine sino allo 0,2 per cento per il prossimo anno derivante da un eventuale intesa in sede europea in ordine al riconoscimento, nell'ambito delle regole del Patto di Stabilità e Crescita, dell'impatto economico-finanziario dei fenomeni migratori. Come programmato nel DEF 2015, nel 2016 sarà evitata l'entrata in vigore degli aumenti di imposta previsti dalle clausole di salvaguardia poste a garanzia dei saldi di finanza pubblica dalle Leggi di Stabilità 2014 e 2015.

[...] Nell'anno corrente, la spesa per interessi è attesa collocarsi a circa 70 miliardi, pari a circa 4,3 per cento del PIL, registrando un lievissimo aumento rispetto alle stime del DEF 2015 (pari allo 0,05 per cento). Rispetto al 2014, tuttavia, le stime prevedono una riduzione di circa 0,4 punti percentuali di PIL.

[...] L'incidenza delle entrate finali sul PIL è attesa passare a legislazione vigente dal 48,2 per cento del 2015 al 48,7 nel 2017 per poi ritornare progressivamente al 48,2 per cento nel 2019.

[...] Per le medesime ragioni l'evoluzione della pressione fiscale risulterebbe in crescita: dal 43,7 per cento nel 2015 raggiungerebbe il 44,3 per cento nel 2017 per poi attestarsi al 44 per cento nel 2019.

[...] L'alleggerimento del carico fiscale su famiglie e imprese già operato nel 2014 e 2015 verrà seguito nel 2016 da una riduzione del carico fiscale su prima casa, terreni agricoli e macchinari cosiddetti 'imbullonati'. Il processo di riduzione del carico fiscale continuerà nel 2017 con un taglio dell'imposizione sugli utili d'impresa, onde maggiormente allineare l'Italia con gli standard europei.

[...] Il 2015 dovrebbe chiudersi con un rapporto debito/PIL programmatico al 132,8 per cento, un livello di poco superiore a quello stimato nel DEF di aprile pari a 132,5 per cento.

[...] Nello specifico, per il 2016 il rapporto debito/PIL è previsto attestarsi al 131,4 per cento, in riduzione di circa 1,4 punti percentuali rispetto al 2015.

[...] Compatibilmente con gli obiettivi di finanza pubblica, il Governo dirigerà la propria azione verso una graduale e permanente riduzione della tassazione, proseguendo sulla strategia triennale iniziata con il bonus degli 80 € in busta paga e il taglio dell'IRAP sul costo del lavoro.

[...] Dal 2016 il Governo intende rivedere la tassazione TASI e IMU, con il duplice obiettivo di alleviare il peso della fiscalità sulle famiglie e sostenere – indirettamente – la ripresa dell'occupazione nel settore dell'edilizia, duramente colpito dalla crisi economica.

## I contributi per la stabilità

(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
Anno 2013	10.008	34.148	11.465	55.621
Anno 2014	10.008	35.990	14.331	60.329
3 Trim. 2015	10.008	33.893	14.331	58.232

Tabella 5: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino al 3° trim. 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Nella **Tabella 5** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia; le somme sono leggermente diminuite rispetto a fine 2014.

La **Tabella 6** riporta invece il dettaglio del sostegno finanziario per anno e per Paese.

**Dettaglio del sostegno finanziario italiano ai paesi della UEM in difficoltà  
per anno, strumento e paese beneficiario**  
(miliardi di euro)

ANNO	EFSF				Prestiti bilaterali Grecia	Contributo al capitale dell'ESM	TOTALE (per anno)
	Grecia	Irlanda	Portogallo	Totale			
2010	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	3,9
2011	0,0	1,6	1,6	3,1	6,1	0,0	9,2
2012	20,8	0,9	2,2	23,8	0,0	5,7	29,5
2013	4,9	1,1	1,3	7,2	0,0	5,7	13,0
2014	1,6	0,0	0,2	1,8	0,0	2,9	4,7
2015 (1)	-2,1	0,0	0,0	-2,1	0,0	0,0	-2,1
<b>Totale (per strumento e paese)</b>	<b>25,1</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>33,9</b>	<b>10,0</b>	<b>14,3</b>	<b>58,2</b>

Fonte: per gli aiuti erogati dall'EFSF, elaborazioni su dati Eurostat; per i prestiti bilaterali e il contributo al capitale dell'ESM, elaborazioni su dati tratti dalla Tesoreria dello Stato.

(1) I dati si riferiscono al primo bimestre.

Tabella 6: Sostegno finanziario italiano ai paesi dell'Eurozona  
(Audizione Governatore Banca d'Italia I. Visco al Senato, 21 aprile 2015)

### Riquadro 4

**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.

## Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
<b>Gennaio</b>	33.350	19.762	13.588	34.024	19.487	14.537
<b>Febbraio</b>	28.586	47.880	-19.294	28.012	55.006	-26.994
<b>Marzo</b>	32.067	42.728	-10.661	32.569	55.390	-22.821
<b>Aprile</b>	30.448	50.538	-20.090	32.775	47.390	-14.615
<b>Maggio</b>	33.403	45.809	-12.406	33.292	40.020	-6.728
<b>Giugno</b>	48.170	33.909	14.261	47.288	41.280	6.008
<b>Luglio</b>	41.627	57.409	-15.782	41.199	42.122	-923
<b>Agosto</b>	34.210	27.470	6.740	35.829	55.359	-19.530
<b>Settembre</b>	27.487	32.817	-5.330	33.010	34.408	-1.398
<b>Ottobre</b>	30.897	33.124	-2.227			
<b>Novembre</b>	34.359	46.973	-12.614			
<b>Dicembre</b>	90.235	101.800	-11.565			
<b>Incremento</b>	<b>464.839</b>	<b>540.219</b>	<b>-75.380</b>	<b>317.998</b>	<b>390.462</b>	<b>-72.464</b>

*Tabella 7: Andamento entrate e uscite statali dal 2014 a settembre 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### I fatti

- Nei primi 9 mesi del 2015 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 72,5 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2014 era stato di 49 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi del 2015 è stata di 35,3 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi del 2014 è stata di 34,4 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi del 2015 è stata di 43,4 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi del 2014 è stata di 39,8 miliardi.
- Nei primi 9 mesi del 2015 le entrate tributarie ammontano a 301.137 milioni di euro (+9.862 milioni di euro rispetto al 2014, pari a +3,4%). Le imposte dirette si attestano a 163.998 milioni di euro (+8.738 milioni di euro, pari a +5,6%) e le imposte indirette risultano pari a 137.139 milioni di euro +1.124 milioni di euro, pari a +0,8%).

### Il commento

La **Tabella 7** riporta l'andamento delle entrate e delle uscite per gli anni 2014 e 2015; 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.

Dai dati sopra riportati è possibile constatare che nei primi nove mesi del 2015, la media delle uscite è stata molto più alta della media delle entrate del medesimo periodo del 2014 come risulta dalla **Tabella 8** che riporta lo scostamento. Ciò significa che nel 2015 si sta verificando una tendenza alla maggiore spesa senza che vi sia un adeguato aumento delle entrate.

Entrate	Uscite	Differenza
961	3.571	-2.610

*Tabella 8: Scostamento su media entrate e uscite mensili tra primi 9 mesi 2014 e 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## 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	68.836	4,51%
Anno 2011	1.586.741	6,99	76.416	4,82%
Anno 2012	1.638.724	6,62	84.086	5,13%
Anno 2013	1.722.670	6,43	77.942	4,52%
Anno 2014	1.782.233	6,38	75.182	4,22%
1 Trim. 2015	1.831.188	6,45	20.242	NA
2 Trim. 2015	1.847.019	6,46	15.962	NA
3 Trim. 2015	1.840.533	6,48	20.613	NA
Ottobre 2015	1.861.978	6,42	NA	NA

Tabella 9: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a ottobre 2015  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

### I fatti

- Circolante titoli di Stato a ottobre 2015 pari a 1.862 miliardi; record storico.
- Vita media residua a 6,42 anni, di poco superiore ai minimi (6,31).
- Spesa per interessi da inizio anno a settembre 2015 pari a 56,8 miliardi.
- Dal 2006 ad agosto 2015 sono stati pagati 726 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a settembre: BOT 0,03%, BTP 1,28%, CCT 0,66.

### Il commento

Siamo nuovamente di fronte a un nuovo massimo storico del circolante di titoli di Stato, di per sé il dato non è preoccupante per le ricadute economiche dato che le condizioni sono e probabilmente rimarranno per diverso tempo favorevoli.

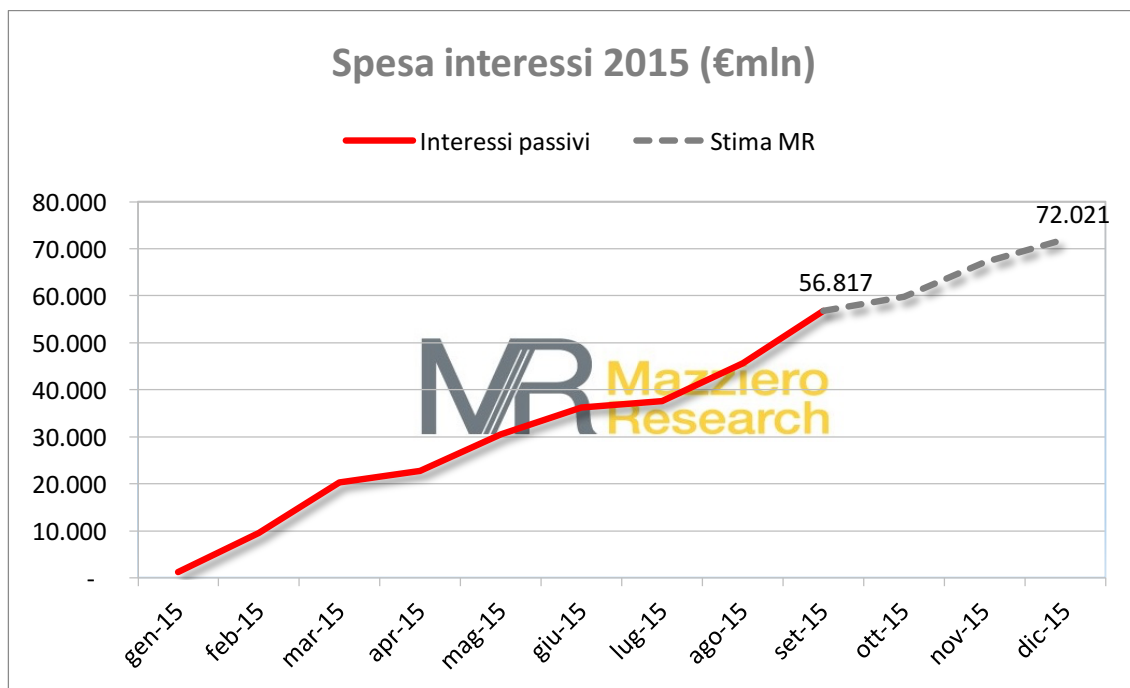
Naturalmente la condizione è principalmente favorita dal *quantitative easing* della BCE che da un lato fornisce uno sbocco sicuro delle emissioni e dall'altro, mantenendo una pressione costante in acquisto, abbassa i rendimenti richiesti lungo tutta la curva delle scadenze.

Tanto è vero che i rendimenti sulle scadenze più brevi sono già entrati in territorio negativo, le ultime emissioni di BOT a sei mesi e a un anno sono state collocate rispettivamente a -0,55% e a -0,03%.

#### Riquadro 5

##### Stima spesa per interessi a fine 2015

La spesa per interessi ha raggiunto a fine settembre 2015 la cifra di 56,8 miliardi di euro; i modelli previsionali della Mazziero Research stimano una spesa totale a fine 2015 pari a 72 miliardi di euro.



*Figura 3: Stima spesa per interessi a fine 2015  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

## Riquadro 6

### Osservatorio Quantitative Easing

#### *Caratteristiche riassuntive*

Acquisto di titoli di Stato dell'Eurozona e di enti sovranazionali, oltre ad ABS e Covered Bond.

Gli acquisti sono di 60 miliardi al mese tra marzo 2015 e settembre 2016 prorogabili.

I titoli acquistati avranno una vita residua tra 2 e 30 anni e, per evitare effetti distortivi, non dovranno superare il 33 per cento del valore della singola emissione (sino al 3 settembre scorso 25 per cento) e il 33 per cento del debito emesso da ogni governo.

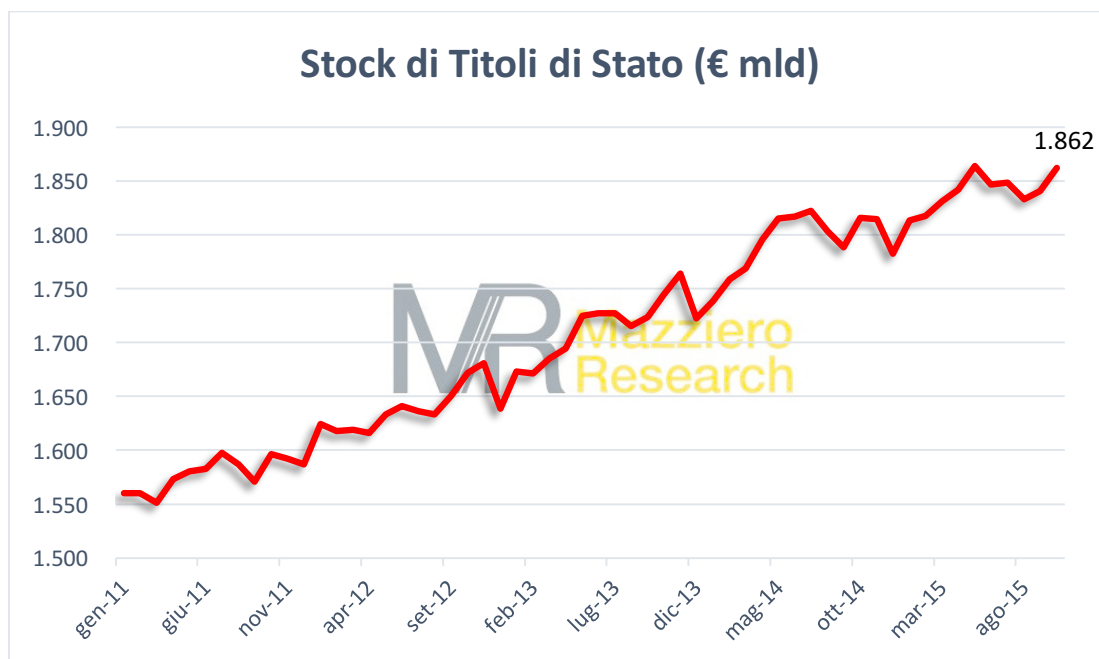
La Bce non potrà acquistare titoli con un rendimento negativo inferiore allo 0,2 per cento fissato dalla stessa Bce come tasso dei depositi.

Per l'Italia la "chiave capitale" (quota di acquisto) è pari a circa il 17,5 per cento; la Bce deterrà l'8 per cento delle attività aggiuntive acquistate, mentre la parte restante sarà di competenza della Banca d'Italia.

Stando alle informazioni disponibili, dei 60 miliardi di acquisti mensili, in base alla chiave capitale 10,5 miliardi saranno diretti ad acquisti di titoli italiani. Tali acquisti mensili si ripartiranno tra Covered Bond e ABS (circa 1,5 miliardi), titoli di istituzioni europee (circa 1,1 miliardi) e titoli di Stato (circa 7,9 miliardi). Complessivamente gli acquisti di titoli di Stato italiani si dovrebbero attestare a 150 miliardi (79 nel 2015 e 71 nei primi nove mesi del 2016), dei quali 130 acquistati dalla Banca d'Italia e i rimanenti 20 miliardi acquistati direttamente dalla Bce.

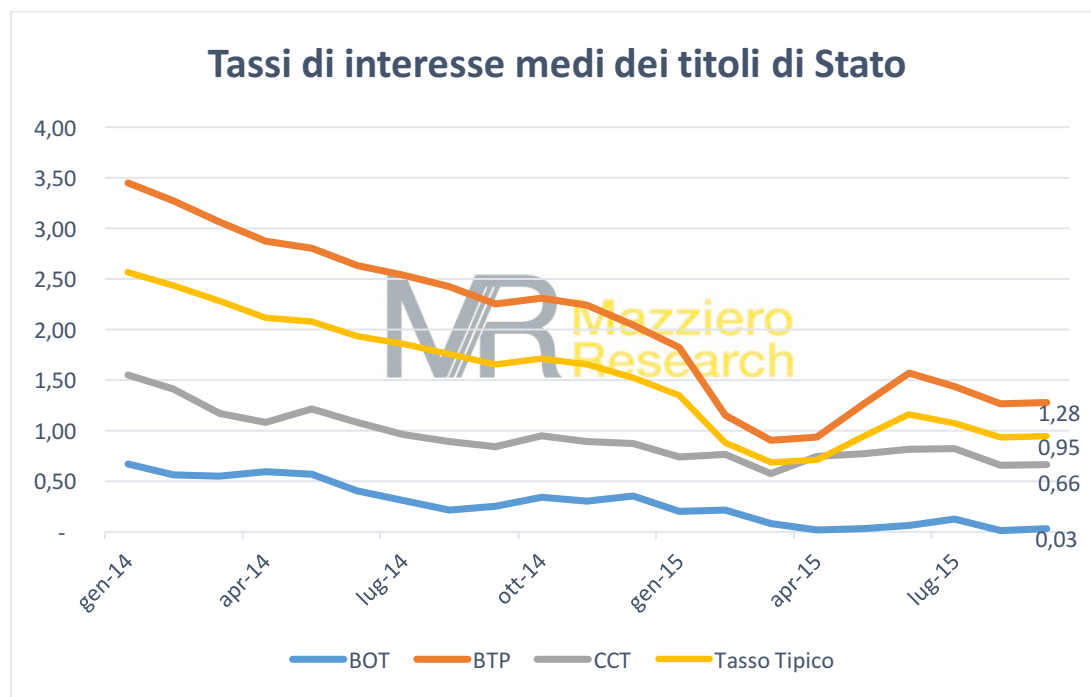
#### *Aggiornamento a fine ottobre 2015*

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: 63,152 miliardi.
- Durata media finanziaria: 9,29 anni.
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 393,637 miliardi.



*Figura 4: Circolante di Titoli di Stato dal 2011 a ottobre 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*

Il Dipartimento del Tesoro ha sfruttato questa situazione, portando al massimo storico lo stock e rimodulando le scadenze in modo uniformemente calante per i prossimi 10-15 anni. Ciò significa che le risorse per lo Stato sono state reperite senza grandi problemi ed assicurano le necessità di bilancio.



*Figura 5: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da gen. 2014 a set. 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 10** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse dell'emissione di novembre 2015 calcolato dalla Banca d'Italia pari al -0,03%.

Elenco costi		Rendimento BOT Annuale	-0,0300%
Ritenuta fiscale	0,0000%		
Bollo conto titoli	0,2000%		
Commissione bancaria	0,1500%		
Decurtazione da inflazione	0,0000%		
		Costi	0,3500%
		Rendimento netto	-0,3800%

*Tabella 10: Calcolo rendimento netto di un investitore in Bot  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Relativamente alla ritenuta fiscale si precisa che, come espressamente dichiarato dal Dipartimento del Tesoro, per i Bot:

*“La remunerazione, interamente determinata dallo scarto di emissione (dato dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo pagato), è considerata ai fini fiscali anticipata, in quanto la ritenuta per gli investitori individuali si applica al momento della sottoscrizione.”*

Visto che la tassazione è anticipata, ne consegue che su questa porzione l'inflazione costituisce un'ulteriore decurtazione del rendimento a scadenza pari a:

$$r \times 12,5\% \times i$$

Dove:  $r$  = tasso di rendimento lordo;  
 $i$  = tasso d'inflazione del periodo fra la sottoscrizione e la scadenza.

Occorre precisare che, con un valore medio dell'inflazione pari a 0,2%, questo valore è attualmente trascurabile, ma potrebbe ampliarsi nel caso di una crescita inflativa.

Inoltre la ritenuta fiscale è nulla dato che il rendimento all'emissione è negativo.

Dal 19 gennaio 2015 la commissione bancaria massima è 0,05% per il Bot trimestrale, 0,10% per quello semestrale e 0,15% per quello annuale; nel caso di rendimento nullo o negativo le commissioni sono azzerate.

Quindi la **Tabella 10** mostra che a fronte di un rendimento lordo del -0,03% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,38%.

Investimento in BOT		1.000,00
Rendimento BOT Annuale	-	0,30
Costi		3,50
Rendimento netto	-	3,80

*Tabella 11: Rendimento netto per ogni 1.000 euro investiti in Bot*

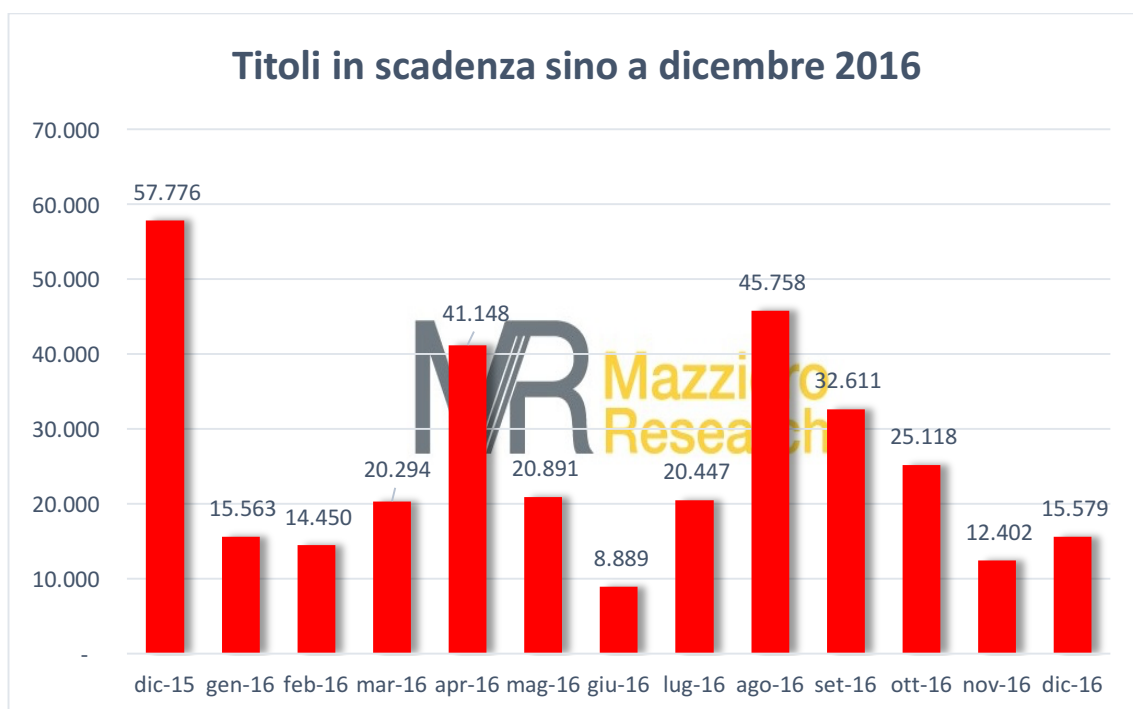
La **Tabella 11** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno -0,30 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 3,65 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 3,80 euro di tasca propria.



*Figura 6: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2010 a ottobre 2015  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

Va però ricordato che proprio queste condizioni dovrebbero essere colte al balzo per abbassare il debito e non per crearne di nuovo, come ampiamente rappresentato nelle pagine precedenti.

Sebbene attualmente il pensiero di un innalzamento dei rendimenti sia scomparso sia dalle menti di chi governa sia di quelle degli economisti, predisporre bilanci a deficit equivale a manipolare la nitroglicerina, che prima o poi, si sa, potrebbe giocare brutti scherzi.

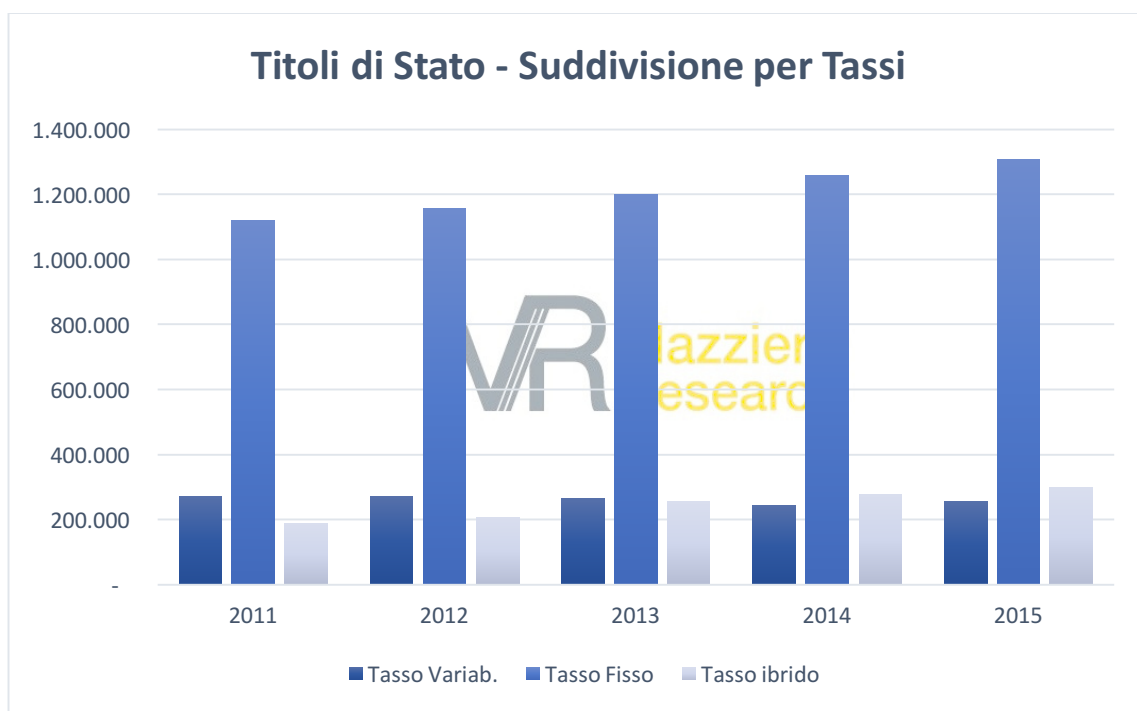


*Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2016 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*





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



*Figura 9: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato dal 2011 a ottobre 2015  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

<b>BOT</b>	<b>BOT Flex</b>	<b>CCT</b>	<b>CTZ</b>	<b>BTP</b>
122.735		133.482	62.472	1.244.005
<b>BTP €i</b>	<b>BTP Italia</b>	<b>BTP atipici</b>	<b>Estero €</b>	<b>Estero Valuta</b>
142.364	103.839	463	50.226	2.390

*Tabella 10: Composizione dei Titoli di Stato a ottobre 2015 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

## Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori

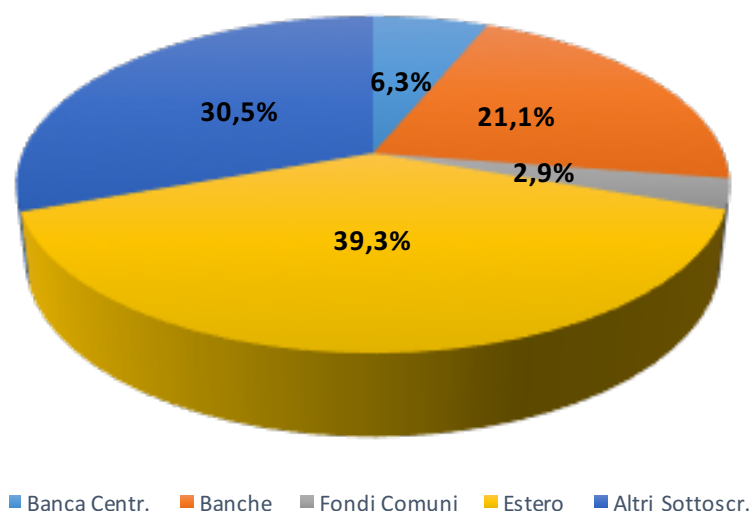


Figura 10: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori a maggio 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

## Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	31.395		25%
Riserve verso FMI	2.802		2%
Diritti speciali prelievo	7.507		6%
Oro	81.737		66%
Altre attività di riserva	1.183		
<b>Totale Riserve</b>		124.624	100%
Altre attività in valuta estera	-	-	

Tabella 11: Riserve Banca d'Italia a ottobre 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Le riserve ufficiali a ottobre 2015 ammontano a 124,6 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a luglio 2015 è un aumento di circa 3 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 66% delle riserve totali.

### Il commento

Le variazioni rispetto al precedente Osservatorio sono in gran parte attribuibili all'apprezzamento del dollaro rispetto all'euro; il prezzo dell'oro è rimasto poco mosso.

## Il Prodotto Interno Lordo

(Milioni di Euro)	Pil Nominale	Delta Pil	Debito pubblico	Deficit/Pil	Debito/Pil	Var.Pil
Anno 2000	1.198.292		1.300.341	1,30%	109,18%	5,91%
Anno 2001	1.255.738	57.446	1.358.333	3,30%	108,78%	4,68%
Anno 2002	1.301.873	46.135	1.368.512	3,10%	105,66%	3,67%
Anno 2003	1.341.850	39.977	1.393.495	3,40%	104,35%	3,15%
Anno 2004	1.397.728	55.878	1.444.604	3,60%	103,81%	3,99%
Anno 2005	1.436.380	38.651	1.512.779	4,20%	105,83%	2,92%
Anno 2006	1.493.031	56.652	1.582.009	3,60%	106,51%	4,10%
Anno 2007	1.554.199	61.168	1.598.971	1,50%	103,41%	3,96%
Anno 2008	1.575.144	20.945	1.663.452	2,70%	106,10%	1,34%
Anno 2009	1.519.695	-55.449	1.769.794	5,30%	112,50%	-3,56%
Anno 2010	1.605.694	85.999	1.851.213	4,20%	115,29%	2,08%
Anno 2011	1.638.857	33.163	1.907.479	3,50%	116,39%	1,94%
Anno 2012	1.614.672	-24.185	1.988.901	3,00%	123,14%	-0,85%
Anno 2013	1.606.895	-7.778	2.069.962	2,90%	128,53%	-0,60%
Anno 2014	1.613.859	6.964	2.135.902	3,00%	132,11%	-0,40%
Anno 2015 (st.DEF)	1.635.384	21.525	2.172.286	2,60%	132,80%	0,90%
Anno 2016 (st.DEF)	1.678.566	43.182	2.205.486	2,20%	131,40%	1,60%
Anno 2017 (st.DEF)	1.734.508	55.942	2.219.148	1,10%	127,90%	1,60%
Anno 2018 (st.DEF)	1.792.769	58.261	2.218.086	0,20%	123,70%	1,50%
Anno 2019 (st.DEF)	1.848.580	55.811	2.214.425	-0,30%	119,80%	1,30%
Anno 2015 (st.UE)	1.628.384	14.525	2.165.751	2,60%	133,00%	0,90%
Anno 2016 (st.UE)	1.652.810	24.426	2.185.014	2,30%	132,20%	1,50%
Anno 2017 (st.UE)	1.675.949	23.139	2.178.734	1,60%	130,00%	1,40%
Anno 2015 (st.FMI)	1.626.770	12.911	2.162.417	2,70%	133,30%	0,80%
Anno 2016 (st.FMI)	1.647.918	21.148	2.175.888	2,10%	132,10%	1,30%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	63.501	2.183.155	0,80%	131,40%	1,20%
Anno 2018 (st.FMI)	1.753.075	41.656	2.186.394	0,60%	128,70%	1,00%
Anno 2019 (st.FMI)	1.798.045	44.970	2.188.358	0,40%	125,60%	1,00%
Anno 2015 (st.OCSE)	1.626.770	12.911	2.184.752	2,60%	134,30%	0,80%
Anno 2016 (st.OCSE)	1.649.545	22.775	2.202.142	2,20%	133,50%	1,40%
Anno 2017 (st.OCSE)	1.672.638	23.094	2.204.537	1,60%	131,80%	1,40%

Elaborazione Mazziero Research su dati degli emittenti

*Tabella 12: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2014, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)*

### I fatti

- Nel terzo trimestre il PIL sale dello 0,2% rispetto al trimestre precedente; sale dello 0,9% su base annua.
- Il PIL resta dell'8,9% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2015 è +0,6%.
- La produzione industriale da gennaio a settembre è salita dello 0,9%; nel medesimo periodo dell'anno scorso era scesa dello 0,4%.
- Produzione industriale nel mese di settembre in crescita dello 0,2%.

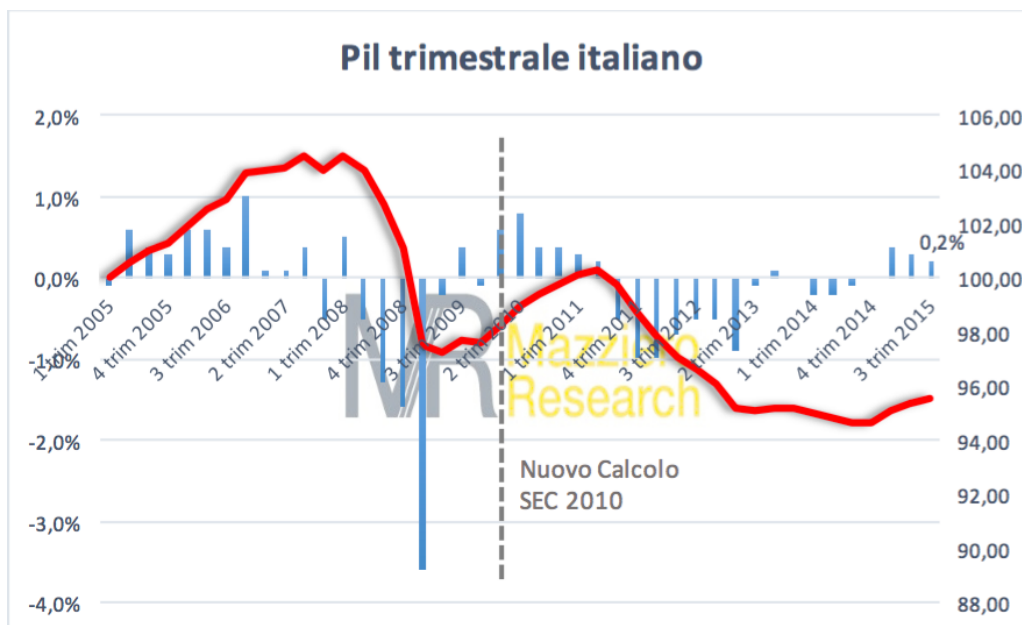


Figura 11: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 3 Trim. 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

### Il commento

Più 0,2% questa la stima della variazione del PIL nel terzo trimestre del 2015; dopo un più 0,4% e più 0,3% dei precedenti trimestri, questa stima lascia con l'amaro in bocca e appare insufficiente a giustificare gli squilli di tromba giunti da più parti.

Insufficiente perché cresciamo meno rispetto ai nostri partner europei: Germania e Francia crescono di un +0,3% e si portano all'1% nel 2015; la Spagna segna un +0,8%, che porta il risultato del 2015 al +2,7%.

Insufficiente perché continuiamo a trovarci in condizioni favorevoli irripetibili: bassi prezzi dell'energia, e per un paese che muove merci su gomma è un grande vantaggio, bassi tassi di interesse e acquisti abnormi di titoli di Stato da parte della BCE.

E se questo fiacco progresso del PIL, pur trattandosi di una stima preliminare, giunge dopo un'estate con un aumento degli afflussi turistici e dei transiti autostradali, in parte favoriti dall'Expo, significa che siamo messi male.

Eppure i segnali positivi dal settore manifatturiero sembrerebbero incoraggianti, con una crescita nei primi nove mesi dell'anno dello 0,9%. Ancor più ottimista il Centro Studi Confindustria, che prevede un ulteriore aumento dello 0,4% nella rilevazione della produzione industriale di ottobre.

Anni	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.
2005	-0,1%	0,6%	0,4%	0,3%
2006	0,6%	0,6%	0,4%	1,0%
2007	0,1%	0,1%	0,4%	-0,5%
2008	0,5%	-0,5%	-1,3%	-1,6%
2009	-3,6%	-0,2%	0,4%	-0,1%
2010	0,6%	0,8%	0,4%	0,4%
2011	0,3%	0,2%	-0,5%	-1,0%
2012	-1,0%	-0,7%	-0,5%	-0,5%
2013	-0,9%	-0,1%	0,1%	0,0%
2014	-0,2%	-0,2%	-0,1%	0,0%
2015	0,4%	0,3%	0,2%	

**Legenda colori**  
**Variazione Trimestrale**

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

Tabella 13: PIL trimestrale dal 2005 al 3 Trim. 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

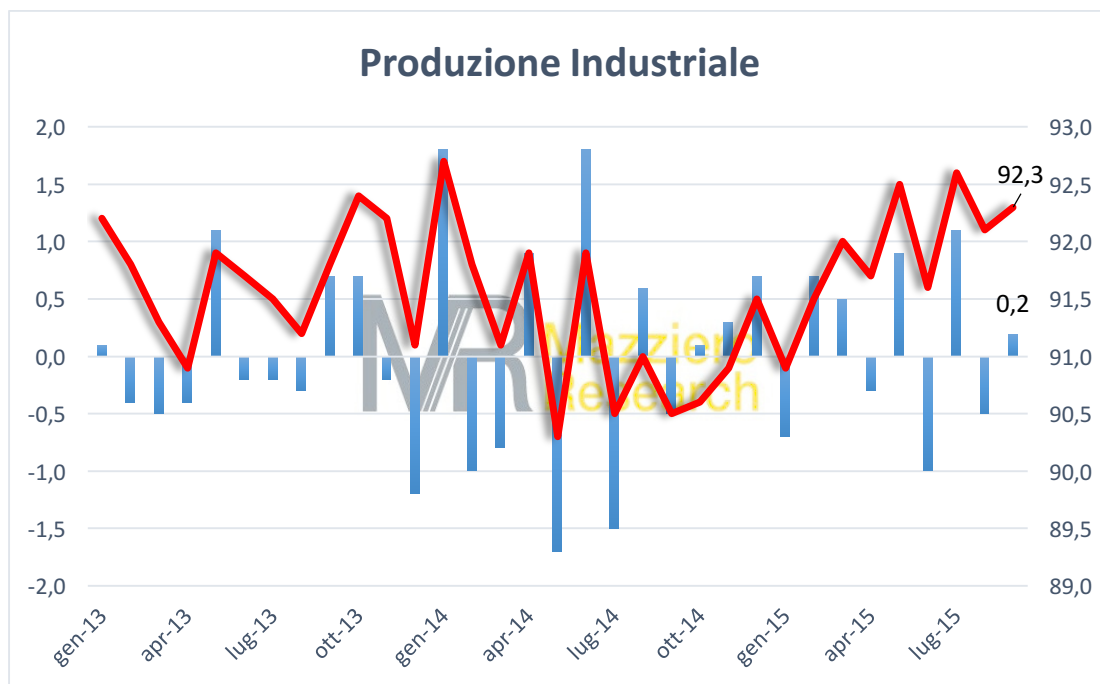


Figura 12: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a sett. 2015 (Elaborazione su dati Istat)

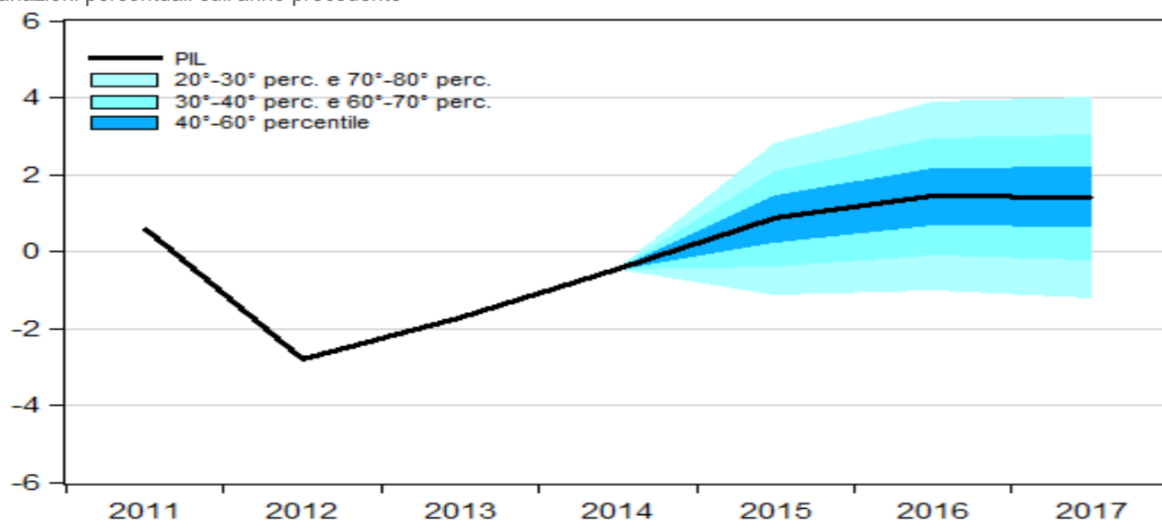
In aggiunta, tutti i recenti rapporti nazionali e internazionali indicano un miglioramento delle stime sull'Italia, rispetto a quelle formulate nella prima parte dell'anno.

L'Istat prevede una crescita dello 0,9% in termini reali per l'anno in corso e un 1,4% sia per il 2016 che per il 2017.

Le recenti stime della Commissione Europea confermano un rafforzamento nel 2016 e 2017 della ripresa ciclica iniziata nel 2015, favorita dai bassi prezzi dell'energia e da un consumo domestico in lieve aumento. Secondo la Commissione Europea il risultato dovrebbe essere dello 0,9% per quest'anno, l'1,5% per il 2016 e l'1,4% per il 2017.

FIGURA 1. PRODOTTO INTERNO LORDO 2011-2014 E PREVISIONI 2015-2017 (a)

Variazioni percentuali sull'anno precedente



(a) I risultati delle previsioni sono rappresentate per classi di percentili sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione degli shock del modello di previsione

Figura 13: Previsioni del Prodotto interno lordo (Fonte: Istat)

Positivo anche il giudizio Ocse che nel suo Economic Outlook prevede una crescita del PIL allo 0,8% per quest'anno e all'1,4% sia nel 2016 che nel 2017 con un mercato del lavoro in crescita e consumi privati in aumento. Ma il vero problema resta il settore bancario, gravato da ampie sofferenze.

Da diversi mesi anche la tendenza all'innovazione tecnologica appare positiva, seppur con le numerose sfaccettature che si possono facilmente cogliere nel Report IFIIT, il cui estratto è riportato nel **Riquadro 8**.

Ma la nota stonata giunge sul lato del credito, dato che le banche, appesantite dalle sofferenze, battono in ritirata sui finanziamenti alle imprese, come evidenzia la CNA in un recente comunicato stampa che riportiamo nel **Riquadro 9**.

## Riquadro 8

### Indice di Fiducia sugli Investimenti in Innovazione Tecnologica

*Riportiamo di seguito un breve estratto della rilevazione IFIIT di novembre:*

- Ancora un rialzo per l'Indice Ifiit, che si porta a 35,80 punti dai 35,40 del mese precedente, a conferma di una tendenza positiva, anche se non vigorosa, ma tuttavia segnata da una costanza degna di attenzione. Infatti, pur tra alterne vicende, l'indicatore è in risalita dal minimo toccato nell'ottobre del 2014, poco sotto i 32 punti.
- Nell'arco di un anno si è allargata la base delle imprese che stanno avviando progetti di innovazione tecnologica, di processo e di prodotto.
- Segni di una certa vitalità si riscontrano per la prima volta anche nel settore edile, dove si manifestano le intenzioni di acquisire nuovi macchinari per i cantieri e nuovi sistemi per la progettazione (ma solo in alcune aree del Nord).
- In questo quadro di una ripresa della fiducia e dell'ottimismo non c'è una distribuzione paritaria tra le parti del Paese. Anziché ridursi, pare invece allargarsi il gap esistente tra le aree più produttive e quelle più arretrate (tipicamente ampie zone del Meridione, tra cui la Sicilia, la Campania e la Calabria).
- I settori più interessati all'avvio di progetti di innovazione tecnologica sono l'avionico-difesa, il meccanico fine, il chimico-farmaceutico, i trasporti e gran parte del comparto energetico.
- Restano sostanzialmente stabili e allineati all'indice i comparti bancario e dei segmenti tradizionali del made in Italy, della moda e dell'arredamento, insieme all'agroalimentare e alla logistica. In ripresa il comparto edile e della progettazione.
- Ancora deboli il mondo artigianale e quello del commercio al dettaglio, soprattutto nelle aree periferiche e rurali.
- Per il 72% degli intervistati il nostro Paese ha un gap infrastrutturale rispetto alle nazioni industriali più avanzate.

**Ifiit** è l'Indice di Fiducia sugli investimenti in innovazione tecnologica, accreditato presso il Ministero dello sviluppo economico e l'Agenzia dell'Innovazione. L'Indice rappresenta la sintesi di un'attività di ricerca sulla fiducia in investimenti tecnologici che mensilmente viene effettuata su un campione qualificato e rappresentativo dell'economia italiana. Supervisor del Focus Group di ricerca è Paolo Gila.

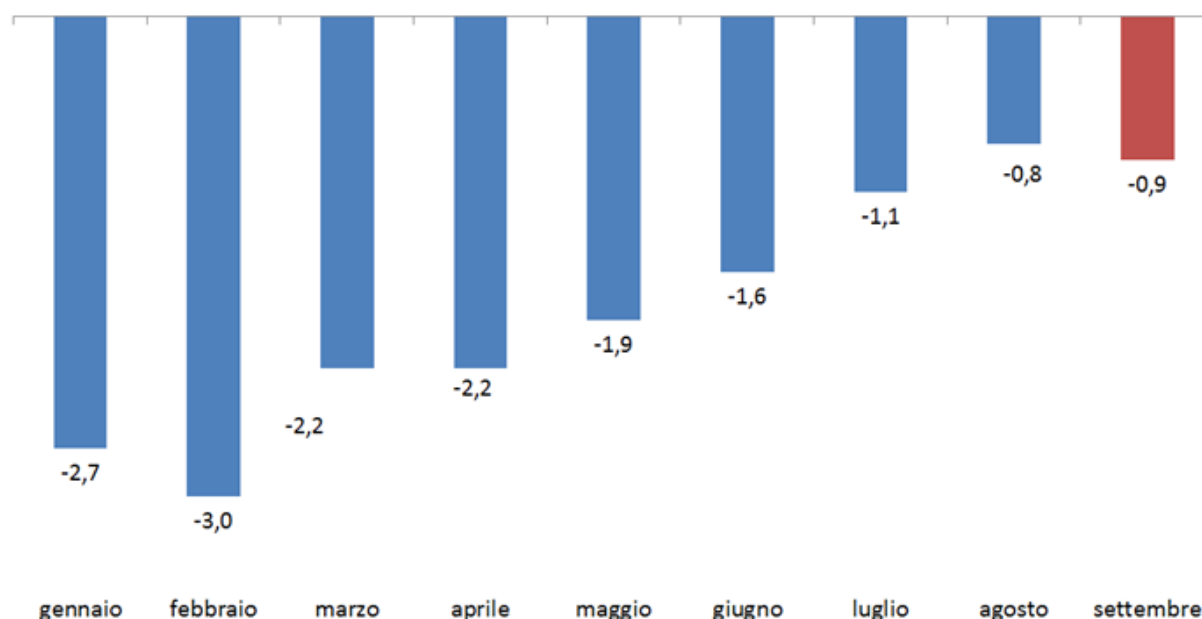
## CNA: Calano ancora i prestiti alle imprese. Siamo preoccupati per la ripresa

*Dal Comunicato Stampa della CNA del 12 novembre 2011*

### Prestiti alle imprese nel 2015

Variazioni % sui 12 mesi

(elaborazioni Centro Studi CNA su dati Banca d'Italia)



“Nel mese di settembre la Banca d’Italia ha rilevato che i prestiti alle imprese sono diminuiti dello 0,9 per cento rispetto allo stesso mese del 2014, peggiorando il dato di agosto, che aveva fatto registrare meno 0,8 per cento. E’ un segnale che desta grande preoccupazione e che può rallentare la ripresa”. Lo dichiara il Presidente Nazionale della Cna, Daniele Vaccarino.

“La flessione di settembre – aggiunge – interrompe una fase di graduale recupero cominciata otto mesi fa e indica che le tensioni sul mercato del credito alle imprese non sono finite. I prestiti alle imprese, è opportuno ricordarlo, sono in continua diminuzione dal 2012 e sono tornati ai livelli del 2007. Anche per questo riteniamo che le banche debbano mostrare più fiducia nella concessione del credito alle imprese, per favorire la ripresa e sostenere gli investimenti”.

Il tutto, tenendo conto che anche la rischiosità dei creditori è in consistente attenuazione. “Stando ai dati pubblicati dalla Banca d’Italia – conclude Vaccarino – nel 2016 le imprese finanziariamente vulnerabili saranno il 25 per cento del totale contro il 32 per cento del 2013”.

## L'inflazione

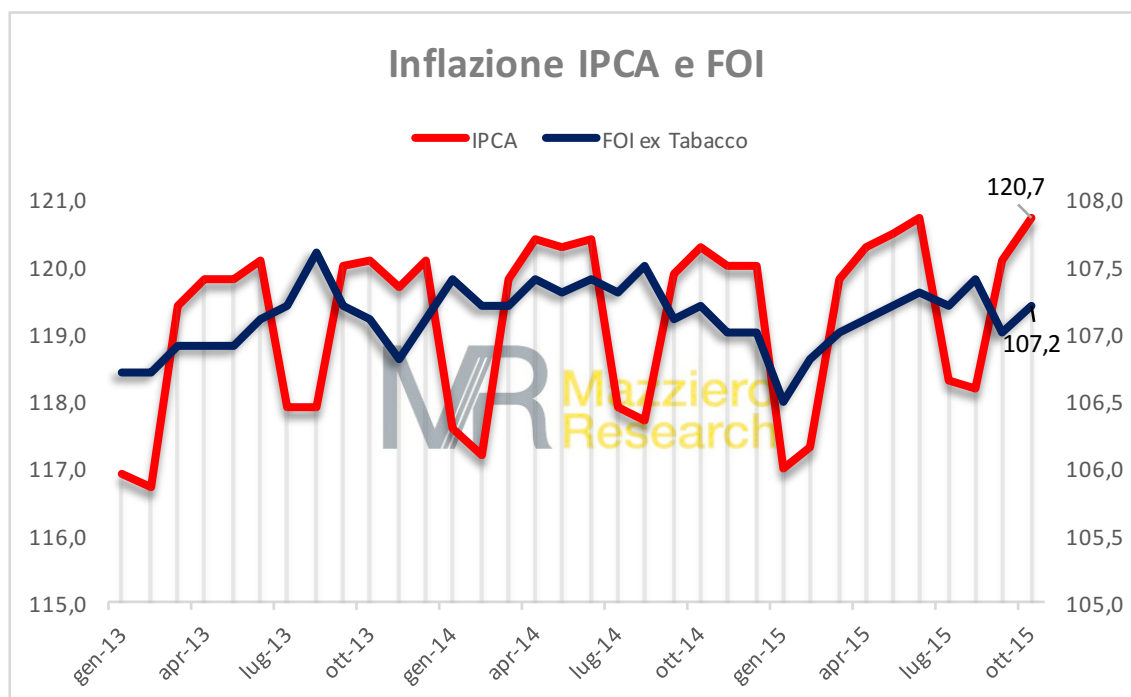


Figura 14: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2013 a ottobre 2015 (Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Il tasso annuo di inflazione IPCA a ottobre è pari allo 0,3%.
- Il tasso di inflazione medio IPCA nel 2014 è stato dello 0,2%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2015 è pari allo 0,1%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2005, è pari a 120,7, massimo storico già segnato a giugno 2015.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2010, è pari a 107,2, 0,4 punti al di sotto del massimo storico di 107,6 dell'agosto 2013.

### Il commento

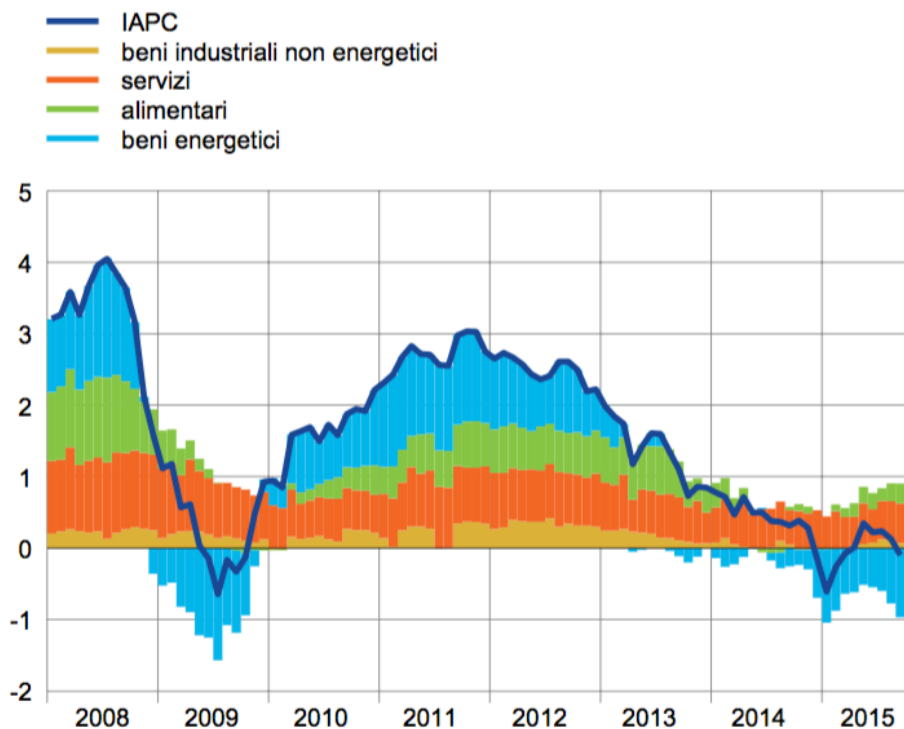
L'inflazione in Italia resta a valori contenuti con dinamiche differenti tra i due indici IPCA e FOI.

Riportiamo nella pagina successiva un grafico tratto dal Bollettino Economico della BCE, in cui si vede il contributo all'inflazione europea suddiviso tra le varie componenti. È possibile osservare che in realtà il valore sintetico di inflazione nulla (linea blu) è la risultante di componenti negative per l'energia (istogramma azzurro) e componenti positive (i restanti istogrammi). L'aspetto curioso è che normalmente in momenti di inflazione superiori al target del 2% della banca centrale, ci si riferisca all'inflazione core, depurando il valore dalle componenti più volatili come l'energia; ora che l'energia invece fornisce un contributo negativo, più nessuno faccia accenno all'inflazione core, di valore stabilmente positivo.



## Contributi delle componenti all'inflazione complessiva calcolata sullo IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2015.

Figura 15: Inflazione Eurozona suddivisa per componenti  
(Fonte: BCE)

### Riquadro 10

#### **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.

#### **FOI (ex tabacchi)**

Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati; la dicitura *ex tabacchi* indica l'esclusione nella rilevazione dei prezzi dei tabacchi. È una misura dell'inflazione rilevata in base ai consumi delle famiglie che fanno capo a un lavoratore dipendente.

#### **NIC**

Indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività. È una misura dell'inflazione considerando la collettività nazionale come un'unica grande famiglia.

#### **IPCA**

Indice dei prezzi al consumo armonizzato per i paesi dell'Unione Europea. È una misura dell'inflazione comparabile tra i diversi paesi europei, in base a una metodologia di calcolo comune definita da Eurostat.

## La disoccupazione

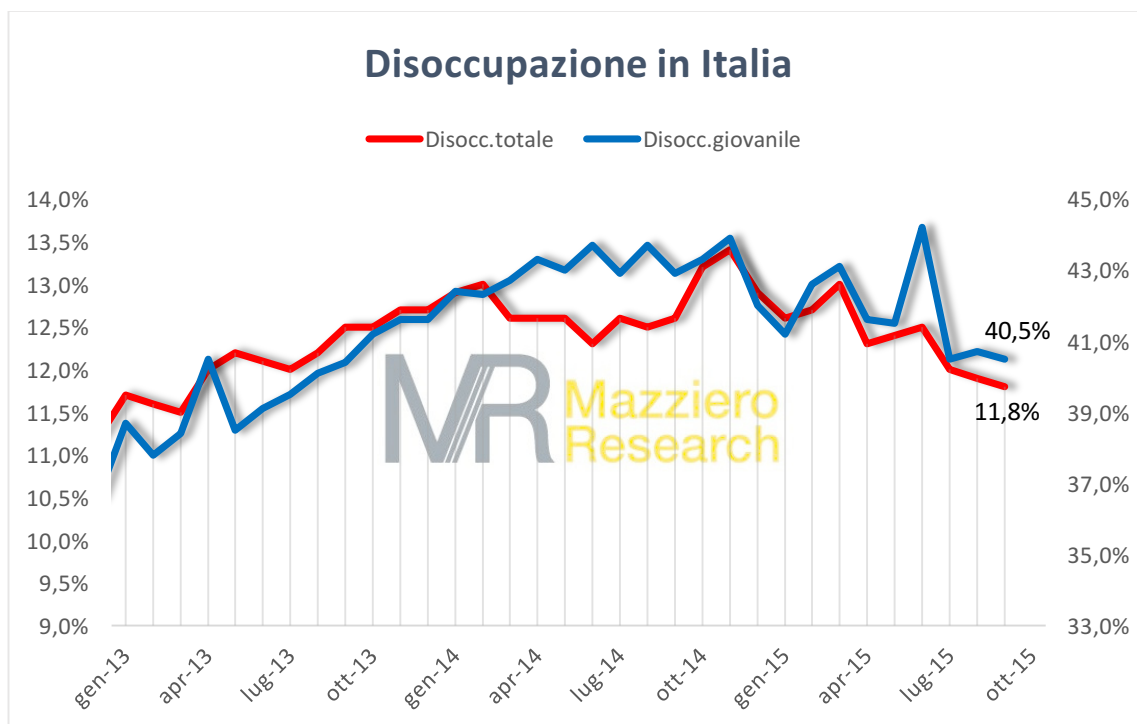


Figura 16: Disoccupazione in Italia da gennaio 2013 a settembre 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Disoccupazione: 11,8% a settembre; record storico 13,4% a novembre 2014. 40,5% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 44,2% rilevato a giugno 2015.
- Tasso di occupazione: 56,5% della popolazione tra 15 e 64 anni; migliore lettura da dicembre 2012.
- Tasso di inattività: 35,8% della popolazione tra 15 e 64 anni; poco variato nel corso dell'anno.
- Cassa integrazione: da gennaio a settembre 2015 autorizzate 517 milioni di ore. da gennaio a settembre 2014 furono autorizzate 819 milioni di ore.

### Il commento

Seppur lentamente la disoccupazione sta scendendo, ormai si tratta di una tendenza già instaurata da diversi mesi e quindi si può considerare strutturale e non una variazione temporanea.

Al tempo stesso aumenta in modo costante il tasso di occupazione, con un tasso di inattività abbastanza stabile. Proprio questo aumento del tasso di occupazione conferma la tendenza in atto di calo della disoccupazione.

Confortanti anche i dati pubblicati dall'Osservatorio sul precariato che evidenzia nei primi 9 mesi dell'anno un saldo positivo fra assunzioni e cessazioni a tempo indeterminato di 469 mila unità.

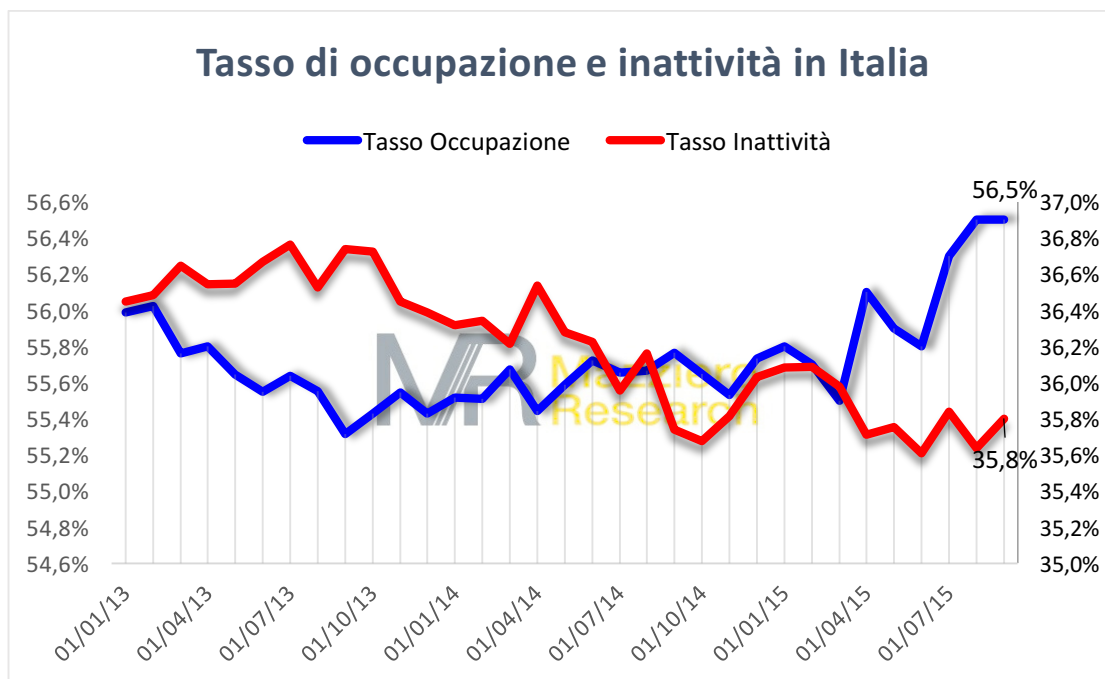


Figura 17: Tassi occupazione e inattività da gennaio 2013 a settembre 2015 (Fonte: Istat)

La nota dolente resta tuttavia la disoccupazione giovanile che permane al di sopra del 40%, pur in contrazione dal massimo del 44,5% registrato a giugno di quest'anno.

A tal proposito segnaliamo un video interessante di True Numbers TV dal titolo *Così i padri rubano il lavoro ai figli* in cui, dati alla mano, si dimostra come dal 2010 al 2015 le classi di età dai 15 ai 44 abbiano perso posti di lavoro, mentre quelle dai 45 a oltre i 65 anni hanno trovato nuovi posti di impiego.

In termini tutt'altro che intuitivi la classe di età che si è maggiormente avvantaggiata è quella tra i 55 e i 64 anni che hanno trovato più di 1 milione di nuovi posti.

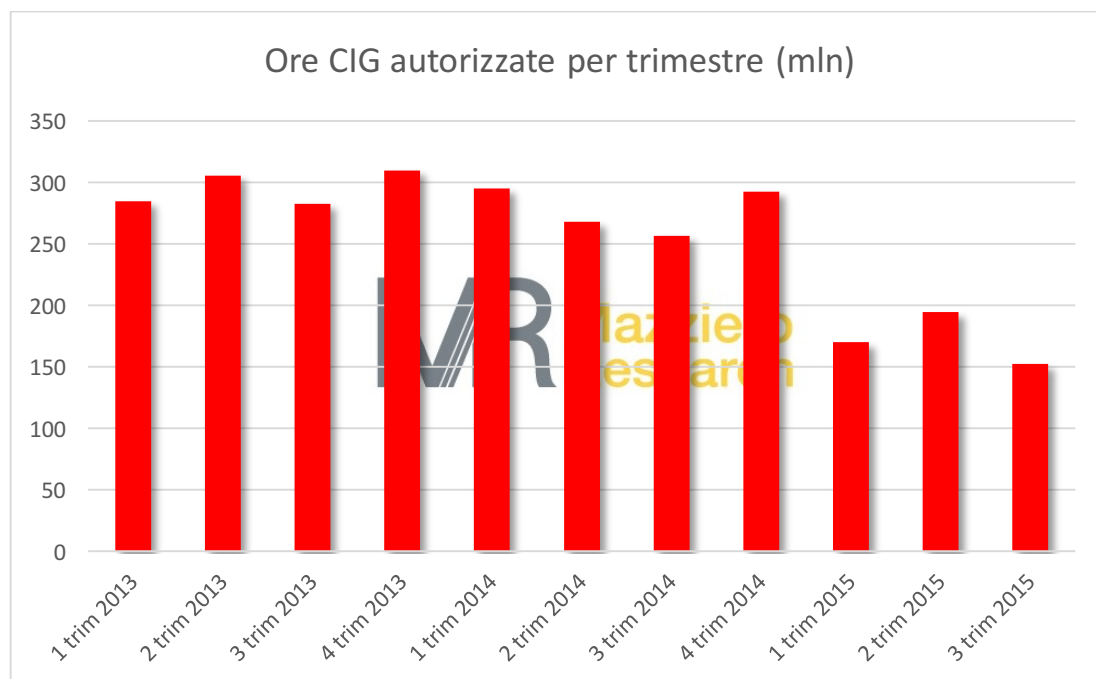
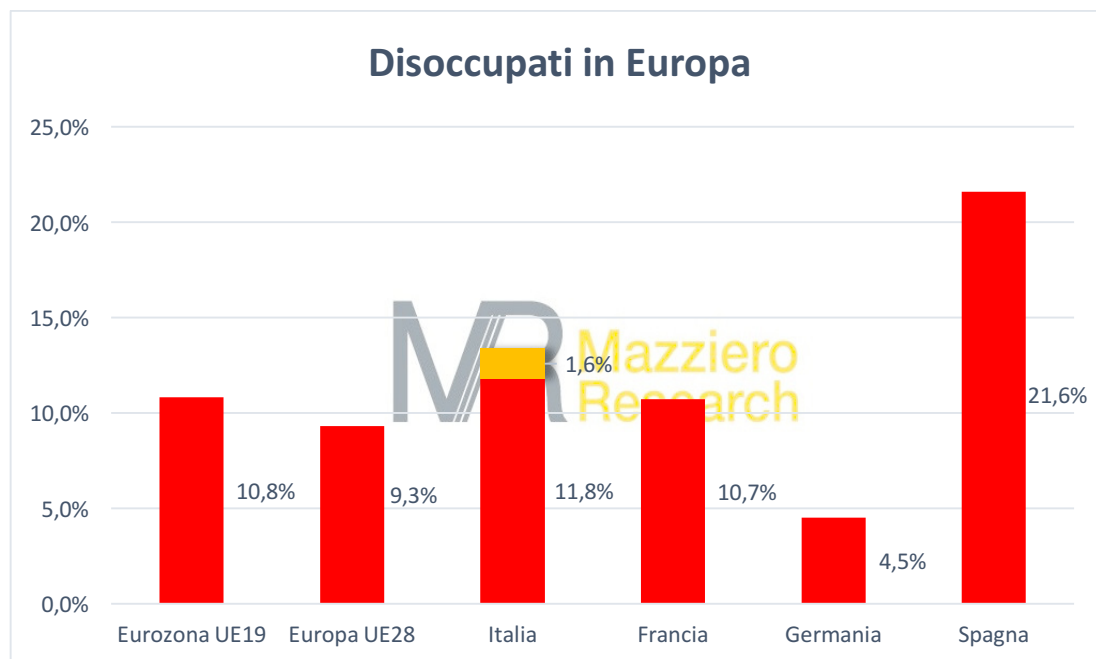


Figura 18: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2013 al 2015 (Fonte: Inps)



*Figura 19: Disoccupazione in Europa a settembre 2015  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Questa situazione è in parte riconducibile ad un effetto delle precedenti riforme delle pensioni. Queste hanno infatti posticipato l'età di pensionamento e quindi fatto permanere sul posto di lavoro i più anziani, riducendo l'ingresso nel mercato dei nuovi lavoratori più giovani, limitando il cosiddetto turnover.

Sul lato della Cassa Integrazione, continua la riduzione delle ore autorizzate, con una contrazione del 37% nei primi nove mesi del 2015, rispetto al medesimo periodo dello scorso anno.

La dinamica occupazionale del nostro paese, tuttavia si mantiene pesante se raffrontata in ambito europeo; il nostro 11,8% di disoccupazione appare ancora alto rispetto sia al 9,3% della media europea e al 10,8% dell'Eurozona. Il confronto risulterebbe assai peggiore se si conteggiasse oltre alla disoccupazione, la componente di Cassa Integrazione che vale per un ulteriore 1,6%.

#### Riquadro 11

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 commento di Andrew Lawford, CFA**

#### ***Cov-lite e il nuovo mondo dell'indebitamento***

L'impegno delle principali banche centrali a dare sostegno all'economia mondiale è molto chiaro, con tassi d'interesse che hanno raggiunto e sono rimasti a livelli estremamente bassi. Sicuramente si è evitata, almeno nel breve termine, una catastrofe finanziaria che poteva portare diverse banche al fallimento e forse avrebbe decretato la fine della zona Euro come la si conosce oggi.

Se la politica dei tassi bassi è stata appropriata o meno, lo dirà la storia; è opinione dell'autore che chi ragionerà con il senno di poi troverà molti modi per criticare questa politica, ma per adesso si è diffuso nell'ambito finanziario il pensiero che, senza i tassi bassi, avremmo un'economia e una società con un conto troppo salato da pagare.

Ciò che oggi si può osservare, e quindi analizzare, sono certe conseguenze di questa politica monetaria, tra cui la tendenza del mercato ad andare alla ricerca di ciò che si potrebbe definire il "rendimento mancante". Si usa questo termine perché per molti attori finanziari, dal piccolo risparmiatore fino alla compagnia d'assicurazione, il fatto di non poter più investire la liquidità in strumenti relativamente sicuri e ricevere un tasso d'interesse degno del suo nome è diventato un grande problema.

Dal punto di vista di chi deve investire come istituzione, come una compagnia d'assicurazione (soprattutto per il ramo vita), è necessario poter abbinare gli impegni assunti nei confronti della clientela con degli attivi che ne potranno fare fronte nel lungo termine. Se non esistono strumenti idonei a questo scopo, la compagnia si trova in una situazione veramente infelice perché una parte importante del business sta proprio nell'ottenimento di un rendimento finanziario adeguato sui premi raccolti.

Per il risparmiatore, invece, il pensiero di lasciare i soldi sul conto corrente senza guadagnarci nulla (o addirittura vedere il valore nominale eroso da bolli e spese) è spesso troppo difficile da affrontare. Ancora peggio è la situazione del pensionato al quale servono dei soldi in più per arrotondare e far fronte alle spese.

Come possono affrontare l'epoca del rendimento mancante i soggetti di cui sopra? La risposta è spesso quella di andare alla ricerca di rendimento ovunque si trova, anche se ovviamente questo significa accettare più rischi a cui normalmente ci si espone. Le singole soluzioni possono variare dalle obbligazioni corporate ad alto rendimento (o titoli spazzatura, per dare un nome meno generoso), fino ad arrivare a certi titoli strutturati che, pur offrendo delle cedole interessanti, nascondono dei rischi notevoli. L'autore ha anche visto durante l'ultimo anno delle offerte che sconfinano del tutto dal mondo degli investimenti, ma per questo articolo, ci si limita ad esaminare alcuni degli aspetti delle obbligazioni corporate.

Prima di tutto, bisogna dire che non c'è nulla di male nel fatto che le aziende si finanziano attraverso l'indebitamento. Il fattore importante, però, è che chi vi investe capisca che cosa si stia facendo e quali sono i rischi. Storicamente, gli investitori in obbligazioni corporate ad alto rendimento insistevano su alcune clausole a garanzia dell'obbligazionista (*covenant*). Queste *covenant* potevano variare notevolmente a secondo della natura e la rischiosità dell'emittente dell'obbligazione, ma avevano tutte lo stesso scopo: quello di dare un controllo agli obbligazionisti quando si prospettavano andamenti difficili per la società emittente oppure quando l'emittente voleva intraprendere delle operazioni che avrebbero cambiato la natura del rischio d'impresa. Qualche esempio spiegherà meglio il concetto; un *covenant* poteva:

- vincolare l'azienda a tenere il rapporto di indebitamento/EBITDA entro certi limiti;
- limitare l'emissione di nuovi titoli di debito;
- limitare il pagamento di dividendi agli azionisti;
- limitare la capacità di fare fusioni o acquisizioni con altre aziende.

La chiave di lettura dei *covenant* è quello del riconoscere che chi presta i soldi ad un'azienda non è necessariamente coinvolto nella gestione di quell'azienda, ma potrebbe volersi coinvolgere in certe situazioni. Infatti, il management dell'emittente deve interpellare gli obbligazionisti qualora uno o più dei *covenant* rischia di non essere rispettato. È una specie di campanello d'allarme che può segnalare dei problemi di cui gli obbligazionisti vorrebbero essere tenuti al corrente.

È con una certa preoccupazione che si riscontra la graduale riduzione dei *covenant* nelle nuove emissioni. Le obbligazioni “*cov-lite*”, ovvero con *covenant* “leggeri” o addirittura inesistenti stanno diventando la norma in Europa, così come negli USA, dove hanno avuto origine. Il *Financial Times*<sup>1</sup> indica che, nel 2011 le emissioni europee *cov-lite* pesavano allo 0% sulle emissioni corporate di quell’anno, mentre sulle emissioni effettuate finora nel 2015 contano per ben il 45% del totale. Nel 2007, l’ultimo anno prima della crisi, le emissioni *cov-lite* in Europa contavano per meno del 10% del totale.

Quindi, si può chiaramente dire che gli obbligazionisti hanno perso qualcosa: se prima avevano una maggiore tutela della loro posizione, adesso almeno una parte di questa tutela non c’è più. Curiosamente, si trova chi sostiene che togliere protezioni agli obbligazionisti è in realtà un bene per loro e per le società emittenti. Non dovendo più preoccuparsi dei fastidiosi *covenant*, le aziende sono più libere di fare i loro affari. Sarà chiaro però che questa facilitazione nasconde un’insidia: se è vero che il tasso di *default* è più basso per le obbligazioni *cov-lite*, è altrettanto vero che il tasso di recupero *post-default* è più basso rispetto alle obbligazioni normali. Inoltre, si considera che la maggior parte di queste emissioni *cov-lite* scadranno nel periodo tra 2018 - 2021; i problemi potrebbero non manifestarsi per qualche anno ancora.

Ritornando alle affermazioni iniziali sulla saggezza (o meno) delle politiche monetarie attualmente in uso, bisogna porsi la domanda: qual è stata la causa della crisi? Se la causa principale è stata l’accumulo dell’indebitamento sproporzionato rispetto all’andamento economico, è lecito domandarsi se accumulare nuovi debiti, con tassi d’interesse sempre più bassi grazie all’attività delle banche centrali, con protezioni per l’investitore sempre minori, possa essere il modo giusto per rimettere l’economia in un contesto sostenibile.

*Andrew Lawford*

---

<sup>1</sup> <https://next.ft.com/content/9faf952c-825d-11e5-a01c-8650859a4767>

# *L'investitore razionale e i valori di scambio dei tassi negativi*

(Note economiche)

di Gabriele Serafini

## *Introduzione.*

Il recente posizionarsi dei tassi di interesse nominali dei Titoli di stato italiani su livelli inferiori allo zero, ha determinato delle spiegazioni che non ci sembrano convincenti.

Dalla lettura dei quotidiani e dei *mass media*, infatti, emergerebbe una intenzione emotiva e non razionale per una decisione di investimento in perdita. Essa viene ricondotta al bisogno di *sicurezza* o alle attese di *deflazione* che spingerebbero gli investitori a calcolare dei tassi reali un po' meno negativi oppure addirittura timidamente positivi. Queste spiegazioni, a nostro avviso, rivelano una incomprendenza della natura dell'investimento che, già per il solo fatto che rilevi fra gli investitori anche le banche, dovrebbe far dubitare delle conoscenze proprie di chi fornisce queste spiegazioni. In tutti i casi concreti, infatti, bisogna convincersi che se sperimentiamo qualcosa che non ci convince, non dobbiamo necessariamente rassegnarci e ritenere che le spiegazioni forniteci siano quelle corrette. In questo caso, se ci ostiniamo ad accettare come probabili le spiegazioni che ragionano in termini di un'unica tipologia di investitore presente sul mercato, siamo fuori rotta e non porteremo mai in porto una spiegazione convincente. Veniamo allora alla questione, specificando che nel prossimo paragrafo indichiamo una condizione chiarificatrice delle



ragioni che determinano i tassi negativi sul mercato e nel successivo indichiamo perché questa spiegazione non sia comunque sufficiente ad identificare un investitore razionale, ipotizzando quale condizione aggiuntiva sia invece richiesta. Conoscere le condizioni fondamentali per l'investimento, compresa la natura del mercato nel quale si è inseriti, costituisce una precondizione necessaria per non illudersi circa le proprie possibilità di guadagno.

### *1. Perché è possibile investire con tassi di interesse negativi.*

L'acquisto di un titolo di stato ad un prezzo, ad esempio, pari a 100 e che prevede un rimborso a scadenza pari a 98, rappresenta di per sé una perdita.

Se un investimento fosse costituito solo da questo, la perdita sarebbe realizzata sicuramente e non si vede come essa possa essere giudicata una scelta corretta senza la presenza di alternative peggiori. Ma se non investendo non si realizza una perdita, investire perdendo non è razionale e il non investire non può essere una scelta peggiore. Ci deve essere quindi dell'altro.

Separando due categorie di investitori, per esempio, ci accorgiamo che un singolo risparmiatore privato può non investire e lasciare i soldi sul conto corrente, mentre le banche e gli intermediari finanziari non possono non investire.

Essi devono depositare la propria liquidità presso il conto corrente della banca centrale europea (BCE) oppure prestarlo ad altre banche.

Separando quindi nella nostra mente la figura dell'investitore in due figure più concrete, e vedendo che il saggio di interesse che remunera la liquidità delle banche presso la BCE è ancora più negativo rispetto ai tassi sui titoli

di stato, ci rendiamo conto che per una categoria di investitori esiste l'alternativa di non investire, mentre per l'altra no.

Sin qui nulla di così strano. Tuttavia l'esistenza dei tassi negativi rivela che i saggi di interesse sul mercato sono unici dal lato dell'offerta, perché ogni investitore, sia esso privato (singoli risparmiatori) o istituzionale (banche e intermediari finanziari) ha di fronte a sé solo quei tassi; tuttavia essi *non sono unici dal lato della domanda*, perché le condizioni degli investitori sono diverse: alcuni hanno alternative ed altri no; e questo accade non a causa di condizioni indipendenti e casuali degli investitori ma per cause strettamente dipendenti dal ruolo rivestito all'interno della società da ciascun investitore. I saggi di interesse negativi, cioè, sono possibili perché ci sono investitori che sottoscrivono investimenti con quelle caratteristiche. Se, infatti, gli investitori che hanno alternative non investissero e fossero gli unici presenti sul mercato, i tassi non potrebbero essere negativi.

Ne deduciamo che la spiegazione dei tassi nominali negativi non risiede tanto nella mancanza di sicurezza o nelle attese deflazionistiche di un generico investitore, quanto invece nel fatto che i tassi di interesse sono determinati dalla interazione fra l'offerta (fatta dal fabbisogno del bilancio pubblico) e la domanda di un particolare tipo di investitore, quello istituzionale. L'investitore privato razionale non investe a tassi negativi; quello istituzionale, invece, investe a tassi negativi se non ha alternative migliori e proprio questo investitore è quindi l'unico a poter aver determinato dei tassi di interesse negativi.<sup>2</sup>

Arriviamo così ad una spiegazione diversa rispetto a quelle normalmente fornita dai mezzi di comunicazione che abbiamo consultato.

---

<sup>2</sup> Riteniamo non sia superfluo ricordare che i prezzi sui mercati finanziari si determinano solo alla conclusione dei contratti, ossia non corrispondono a proposte di negoziazione ma a contratti conclusi.

Non esiste “l’investitore” perché il tasso di interesse è determinato in realtà dalla presenza di almeno due categorie di investitori, dei quali solo uno svolge un ruolo determinante nella formazione dei prezzi: l’investitore istituzionale. Questo significa che mentre il singolo investitore “trova” il tasso sul mercato così com’è, l’investitore istituzionale lo determina, anche se non a proprio piacimento dovendo interagire quantomeno con l’offerta di Titoli di stato e con la politica monetaria della BCE, oltre che avere a che fare con il rischio di mancato rimborso in caso di deposito della liquidità presso altri intermediari.

Questi fatti devono essere tenuti in considerazione dall’investitore privato, il quale deve essere consapevole che non tutti subiscono le condizioni di mercato e che la propria posizione concreta è diversa da quelle di altri, non solo per questioni relative ai propri “gusti” individuali ma anche per una condizione sociale non superabile.

Questo deve spingere innanzitutto l’investitore ad approfondire le proprie conoscenze dei mercati finanziari e poi a procedere ad investire seguendo uno schema a due stadi: dapprima si analizzano le proprie preferenze, anche irrazionali (lato della domanda); poi si riflette sulle alternative possibili anche in capo agli altri soggetti che insistono sugli stessi mercati (lato dell’offerta).

Bisogna cioè investire essendo consapevoli che la propria condizione è unica ma questa unicità non è dettata solo dai propri gusti (lato della domanda) ma anche dalla propria condizione sociale che ci impone determinati comportamenti (lato della offerta); che ci piaccia oppure no.

In merito alla necessaria consapevolezza di questa condizione, però, dobbiamo svolgere una considerazione in relazione al titolo che introduce l’altro argomento senza il quale quanto abbiamo detto rimane insufficiente.

## *2. I valori di scambio per un investitore razionale.*

Non è sufficiente non avere alternative per essere razionalmente orientati alla perdita. Oltre a riflettere sul fatto che la teoria economica impiega una terminologia, sia micro che macroeconomica, che identifica solo una tipologia di “investitore” o di “consumatore”, “produttore”, ecc., infatti, bisogna ricordare che i tassi di interesse hanno dei valori di scambio, ossia dei prezzi relativi. Questo significa che se le banche investono a tassi negativi realizzano una perdita; tuttavia, dato che sono delle imprese non possiamo ipotizzare che *scelgano* questa posizione per poterla mantenere a lungo. Così, mentre per un determinato orizzonte temporale possono investire in perdita, la condizione di equilibrio economico finanziario di lungo termine non gli permette di accettare una perdita anche in un orizzonte temporale più lungo.

Se, allora, pensiamo ad esempio, che altri investimenti, quali quelli immobiliari, stanno diminuendo di prezzo, possiamo anche capire che se si acquistano oggi Titoli di stato tramite i quali si perde l'1%, si può ben avere in programma di acquistare, col valore di rimborso a scadenza, immobili fra un anno a un prezzo inferiore, poniamo, del 10%. In questo modo si investirebbe in “immobili fra un anno” realizzando un guadagno del 9%. Chiariamo bene: non si perderebbe l'1% invece del 10%. Si realizzerebbe proprio un guadagno del 9% acquistando fra un anno a prezzi scontati.

Questo significa che investire a tassi negativi, oltre a poter essere spiegabile, in premessa, tramite la mancanza di alternative, per qualificarsi come investimento razionale deve essere comunque realizzabile con aspettative di guadagno.

Gli intermediari investitori, quindi, hanno evidentemente aspettative di crescita dei prezzi di investimenti alternativi, per un orizzonte temporale

che probabilmente inizia a partire dalla conclusione dell'orizzonte nel quale ritengono di poter maturare una perdita inferiore investendo in Titoli di stato. Essi, cioè, accettano una perdita ad un anno, ad esempio, non solo perché altre perdite sarebbero maggiori (condizione necessaria ma non sufficiente) ma perché stimano che i prezzi degli investimenti alternativi si collocheranno fra un anno ad un livello più vantaggioso rispetto a quello odierno (condizione sufficiente per ottenere un guadagno nell'orizzonte temporale prestabilito).

Del resto, se riflettiamo, l'imprenditore razionale non si accontenterebbe di perdere, anche poco, senza uscire da quel settore economico; se non vi esce è perché le sue attese sono di guadagno.

Per quanto riguarda l'investitore privato non professionale, allora, si tratta di riuscire ad intendere in quali settori e con quale orizzonte temporale siano stimati questi guadagni da parte dell'altra categoria di investitori, per poterli almeno imitare, dato che si deve subire le scelte di coloro i quali sono situati nella società in una posizione relativa dominante.

Questo implica che, mentre spesso ci si identifica tutti come "investitori in un mercato concorrenziale", è chiaro che alcuni "fanno" i prezzi e che quindi il mercato è lungi dall'essere concorrenziale.

La consapevolezza di questa condizione in capo ai singoli investitori privati è quindi una condizione necessaria per poter realizzare guadagni probabili, data la propria condizione. Senza questa consapevolezza, il guadagno è comunque possibile ma solo come frutto dell'incertezza e non del rischio. Esso si potrebbe realizzare, cioè, senza che sia però stimabile in anticipo la probabilità di accadimento di quell'evento (incerto), mentre un investitore può attendersi un guadagno probabile (rischioso) seguendo le stime accurate realizzate da coloro i quali sono professionisti dell'investimento e oltretutto determinano in parte le condizioni stesse del mercato.

In conclusione, investire a tassi negativi non è collegato alla sicurezza e neppure alla deflazione. Esso è collegato al particolare meccanismo di determinazione dei tassi di interesse negli attuali mercati finanziari non concorrenziali nei quali ci si deve muovere conoscendo la propria condizione particolare e le valutazioni degli investimenti alternativi, ossia i loro *valori di scambio*. I mercati finanziari attuali sono infatti dominati dal lato dell'offerta dalla presenza dei Titoli di stato; dal lato della domanda dalla presenza di investitori istituzionali e dal lato della politica monetaria dalla presenza della BCE.

All'investitore privato non rimane che adottare una strategia analoga a quella degli investitori istituzionali, se vuole realizzare un guadagno probabile, oppure giocare sui mercati stessi, ben sapendo che le regole sono fatte da altri soggetti e possono cambiare durante il gioco, quando i soldi sono investiti in attività finanziarie i cui prezzi sono manipolabili da altri interessati.

## Conclusioni

Una ripresa debole, questa è l'estrema sintesi che emerge da questo numero dell'Osservatorio, talmente debole che non riesce nemmeno a trasformare gli aspetti positivi esterni (bassi prezzi del petrolio, tassi quasi a zero quando non negativi, acquisti aggressivi della BCE) e quelli interni (consumi in aumento, crescita della produzione industriale e ripresa degli investimenti, segnali incoraggianti dal mercato del lavoro) in una crescita stabile.

Il progresso dello 0,2% del terzo trimestre, dopo uno 0,4% e uno 0,3% dei primi sei mesi, sebbene metta quasi al riparo quell'obiettivo dello 0,9% indicato dal Governo, appare come un pavimento cedevole pronto a franare se non posto subito in sicurezza.

In tutto questo, il debito pubblico è tornato a crescere e salirà ancor di più, salvo durante la finestra di abbellimento di fine anno.

Anche se il cielo appare più sereno, non sappiamo ancora se la tempesta sia passata o ci si trovi solo nell'occhio del ciclone.

*Maurizio Mazziero*

### **Stime debito pubblico sino a giugno 2016**

I modelli previsionali della Mazziero Research stimano un debito pubblico per il mese di ottobre 2015 a 2.214 miliardi di euro, salirà anche a novembre per poi scendere a dicembre concludendo l'anno in una zona compresa tra 2.180 e 2.190.

Tornerà a salire sin dall'inizio del 2016, segnando un nuovo massimo storico a maggio tra 2.263 e 2.285 miliardi, seguirà un calo nel mese di giugno verso un valore compreso tra 2.252 e 2.277 miliardi.

### **Stima spesa per interessi a fine 2015**

La spesa per interessi ha raggiunto a fine settembre 2015 la cifra di 56,8 miliardi di euro; i modelli previsionali della Mazziero Research stimano una spesa totale a fine 2015 pari a 72 miliardi di euro.

### **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.

### **Come ricevere prontamente le nuove uscite**

Dalla pagina *Indice degli Osservatori trimestrali sui dati economici italiani* del sito Mazziero Research è possibile inviare una mail di richiesta per ricevere il Comunicato Stampa.

### **Invito ad approfondire**

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

## Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2014*, aprile 2015  
Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*  
Banca d'Italia, *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*  
Banca d'Italia, *Relazione annuale*  
Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico  
Banca d'Italia, *Debito delle Amministrazioni locali*  
Banca d'Italia, *Bollettino Economico*  
Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre 2014  
Banca d'Italia, *Tassi di interesse*  
CNA, *Comunicato stampa sul credito*, 12 novembre 2015  
Centro Studi Confindustria, *Congiuntura Flash*  
Centro Studi Confindustria, *Scenari economici*  
Centro Studi Confindustria, *Indagine rapida sulla produzione industriale*  
Centro Studi Confindustria, *Le sfide della politica economica*, 17 settembre 2015  
Commissione Europea, *European Economic Forecast – Autumn 2015*, 5 novembre 2015  
Corte dei Conti, *Audizione della Corte dei conti sul disegno di legge di stabilità per l'anno 2016*, 3 novembre 2015  
Corte dei Conti, *Audizione della Corte dei conti sulla Nota di Aggiornamento del DEF 2015*, 29 settembre 2015  
Dbrs, *DBRS Confirms Italy at A (low), Stable Trend*, 25 settembre 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 13 novembre 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Greece at 'CCC'*, 13 novembre 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Switzerland at 'AAA'; Outlook Stable*, 30 ottobre 2015  
Fitch, *Fitch Upgrades Cyprus to 'B+'; Outlook Positive*, 23 ottobre 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB+'; Outlook Stable*, 23 ottobre 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Italy at 'BBB+'; Outlook Stable*, 23 ottobre 2015  
Fitch, *Fitch Revises Slovenia's Outlook to Positive; Affirms at 'BBB+'*, 25 settembre 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Portugal at 'BB+'; Outlook Positive*, 25 settembre 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Finland at 'AAA'; Outlook Negative*, 18 settembre 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Malta at 'A'; Outlook Stable*, 21 agosto 2015  
Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'CCC'*, 18 agosto 2015  
Fitch, *Fitch Revises Ireland's Outlook to Positive, Affirms at 'A-'*, 7 agosto 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 7 agosto 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA'; Outlook Negative*, 24 luglio 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 10 luglio 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 10 luglio 2015  
Ifiit, *Indice di fiducia sugli investimenti in innovazione tecnologica, Monthly Report*  
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*  
Inps, *Osservatorio sul precariato*  
Istat, *Annuario Statistico*  
Istat, *Conti Economici Nazionali*  
Istat, *Conti Economici Trimestrali*  
Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*  
Istat, *Indicatori Demografici*  
Istat, *Il mercato del lavoro*  
Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*  
Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*



Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*

Istat, *Occupati e disoccupati*

Istat, *Pil e indebitamento AP*

Istat, *Prezzi al consumo*

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

Istat, *Produzione industriale*

Istat, *Stima preliminare del Pil*

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

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

Moody's, *Moody's upgrades Cyprus' government bond rating to B1, outlook stable*, 13 novembre 2015

Moody's, *Moody's changes outlook on Austria's Aaa rating to negative from stable; Aaa/P-1 ratings affirmed*, 23 ottobre 2015

Moody's, *Moody's confirms Greece's government bond rating at Caa3; Outlook stable*, 25 settembre 2015

Moody's, *Moody's downgrades France's government bond ratings to Aa2 from Aa1; outlook changed to stable from negative*, 18 settembre 2015

Moody's, *Rating Action: Moody's changes outlook on Ireland's sovereign rating to positive, affirms Baa1 rating*, 11 settembre 2015

Moody's, *Moody's affirms Estonia's A1 government bond rating; Outlook stable*, 24 luglio 2015

Moody's, *Moody's downgrades Greece's government bond rating to Caa3; on review for further downgrade*, 1 luglio 2015

Senato della Repubblica, *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2016-18 – Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini*, 3 novembre 2015

Senato della Repubblica, *Audizione preliminare all'esame della Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza 2015 – Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini*, 29 settembre 2015

Standard & Poor's, *Ratings On Italy Affirmed At 'BBB-/A-3'; Outlook Stable*, 13 novembre 2015

Standard & Poor's, *Norway 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed On Wealthy Economy And Strong Financial Standing; Outlook Stable*, 23 ottobre 2015

Standard & Poor's, *Kingdom of Spain Upgraded To 'BBB+' On Reforms; Outlook Stable*, 2 ottobre 2015

Standard & Poor's, *Luxembourg 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 25 settembre 2015

Standard & Poor's, *Outlook On Finland Revised To Negative; 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed*, 25 settembre 2015

Standard & Poor's, *Kingdom of Denmark 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed On Strong Balance Sheet; Outlook Stable*, 25 settembre 2015

Standard & Poor's, *Cyprus Ratings Raised To 'BB-' On Removal Of Capital Controls And Strong Budgetary Performance; Outlook Positive*, 25 settembre 2015

Standard & Poor's, *Republic of Austria 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed On Continuing Fiscal Consolidation; Outlook Stable*, 25 settembre 2015

Standard & Poor's, *Portugal Upgraded To 'BB+' On Economic Recovery; Outlook Stable*, 18 settembre 2015

Standard & Poor's, *Kingdom of Sweden 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 4 settembre 2015

Standard & Poor's, *Research Update: European Union Supranational Outlook Revised To Negative; 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed*, 4 agosto 2015

Standard & Poor's, *Greece Long-Term Ratings Raised To 'CCC+'; Outlook Stable*, 21 luglio 2015

Standard & Poor's, *Belgium Ratings Affirmed At 'AA/A-1+' As Gradual Recovery Supports Fiscal And External Metrics; Outlook Stable*, 17 luglio 2015

Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 10 luglio 2015

Standard & Poor's, *Outlook On Malta Revised To Positive On Economic Growth And Fiscal Consolidation Prospects; 'BBB+/A-2' Ratings Affirmed*, 10 luglio 2015

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione nell'ambito dell'esame della manovra economica 2016-2018*, 3 novembre 2015

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito delle audizioni preliminari all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015*, 29 settembre 2015

## Video

True Numbers TV, *Così i padri rubano il lavoro ai figli*

<http://www.truenumbers.tv/index.php/video/item/752-cosi-i-padri-rubano-il-lavoro-ai-figli>

## I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research

<i>Italia: economia a metà 2015</i>	16 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2015: Pil, debito &amp; Co.</i>	18 maggio 2015
<i>Italia: economia a fine 2014</i>	16 febbraio 2015
<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito &amp; Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito &amp; Co.</i>	19 maggio 2014
<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 maggio 2012
<i>Italia: economia a fine 2012</i>	18 febbraio 2013
<i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>	20 novembre 2012
<i>Italia: economia a metà 2012</i>	10 settembre 2012
<i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>	11 giugno 2012
<i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>	18 febbraio 2012
<i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito &amp; Co.</i>	13 dicembre 2011
<i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i>	16 agosto 2011
<i>Italia 1q2011: Pil, debito &amp; Co.</i>	17 maggio 2011
<i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>	29 marzo 2011

# **Quaderno di Ricerca** Anno 5, Numero 4; ISSN 2283-7035

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

## **Italia 3 trim 2015: Pil, debito & Co.**

### **Autori**

#### **Per l'Osservatorio**

*Maurizio Mazziero*

*Analista finanziario, Socio ordinario SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto nella costruzione di portafogli 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, affiancandole nell'attuazione di strategie di copertura dal rischio prezzi. Autore di numerose monografie e libri fra cui la "Guida all'analisi tecnica" viene spesso invitato come esperto in programmi radiotelevisivi.*

#### **Per gli Approfondimenti**

*Andrew Lawford, CFA*

*Esperto nella valutazione dei bilanci dei titoli azionari e nell'analisi del mercato delle materie prime, ha collaborato con la società ClubCommodity.com, curando e partecipando a diverse newsletter e conferenze, oltre ad essere stato membro del Comitato Scientifico che ha realizzato COMMIN, COMmodity INDEX, l'indice europeo sulle materie prime. È attualmente membro del Comitato di Consulenza di ABS Consulting SCF Srl, socio ordinario del CFA Institute e del CFA Society Italy.*

*Gabriele Serafini*

*Ricercatore e docente di Storia del pensiero economico e Statistica economica 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, 16 novembre 2015

**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 ©2015 – Tutti i diritti riservati**