

# Quaderno di Ricerca

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

## Italia economia a fine 2015

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2016 – Tutti i diritti riservati

### Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 5
I contributi per la stabilità	Pag. 9
Le entrate e le uscite	Pag. 10
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 11
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 17
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 18
L'inflazione	Pag. 25
La disoccupazione	Pag. 27
Approfondimenti	Pag. 32
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 32
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 37
Conclusioni	Pag. 44
Bibliografia	Pag. 45

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

#### **Estratto:**

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

#### **Abstract:**

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

#### Autori

Per l'Osservatorio:	Maurizio Mazziero
Per gli Approfondimenti:	Andrew Lawford Gabriele Serafini

*Le previsioni sono estremamente difficili.  
Specialmente sul futuro.  
Niels Bohr*

## **Introduzione**

Con questo XXI numero, dopo 5 anni dalla sua prima pubblicazione, l'Osservatorio cambia passo e si avvia a un'ampia trasformazione dei contenuti per essere sempre più un autorevole punto di riferimento sull'analisi degli andamenti economici del nostro Paese.

Il Quaderno di Ricerca è già attualmente una Rivista scientifica trimestrale riconosciuta, da oggi grazie alla presenza di un qualificato Comitato Scientifico, composto da docenti ed esperti in differenti settori economici, amplia il suo campo di indagine da quello nazionale a quello internazionale coniugando gli aspetti teorici con quelli divulgativi in differenti ambiti economici.

Dal punto di vista editoriale l'Osservatorio conserverà due parti: quella di elaborazione ed analisi dei principali dati macroeconomici trimestrali italiani e quella degli articoli scientifici compresi nelle tre aree di riferimento della Rivista: economico/storica; economico/aziendale; economico/matematica.

Per assicurare l'elevata qualità dei contenuti, tutti gli articoli pubblicati saranno sottoposti a un processo di *peer review* eseguita da docenti ed esperti delle materie scientifiche cui afferiscono.

Siamo convinti che questi rinnovamenti potranno incontrare il gradimento della Comunità Scientifica, mantenendo al tempo stesso il filo diretto con il lettore instaurato in questi anni.

*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	Negativo	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	B-	Stabile	CCC	In osservazione	Caa3	Stabile	CC	Stabile
Irlanda	A+	Stabile	A	Stabile	Baa1	Positivo	BBB	Stabile
Italia	BBB-	Stabile	BBB+	Stabile	Baa2	Stabile	BBB-	Negativo
Lettonia	BBB+	Positivo	A-	Stabile	A3	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	AAA	Stabile	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+	Stabile	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-	Stabile
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

- 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.
- 20 novembre 2015, Fitch conferma l'Estonia a A+, con outlook stabile.
- 20 novembre 2015, S&P promuove l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 4 dicembre 2015, S&P conferma l'Irlanda ad A+, con outlook stabile.
- 11 dicembre 2015, Fitch conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 11 dicembre 2015, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 11 dicembre 2015, Fitch conferma il Regno Unito ad AA+, con outlook stabile.
- 11 dicembre 2015, S&P conferma il Regno Unito ad AAA, con outlook negativo.
- 11 dicembre 2015, S&P conferma l'Estonia ad AA-, con outlook stabile.
- 18 dicembre 2015, S&P conferma la Slovenia ad A-, con outlook positivo.

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*

- 8 gennaio 2016, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 8 gennaio 2016, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 8 gennaio 2016, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 8 gennaio 2016, Fitch conferma Malta ad A, con outlook stabile.
- 15 gennaio 2016, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 22 gennaio 2016, S&P promuove la Grecia a B-, con outlook stabile.
- 22 gennaio 2016, Fitch conferma il Belgio ad AA, con outlook negativo.
- 29 gennaio 2016, S&P conferma la Slovacchia a A+, con outlook stabile.
- 29 gennaio 2016, Fitch conferma la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 29 gennaio 2016, Fitch conferma la Croazia a BB, con outlook negativo.
- 5 febbraio 2016, Fitch promuove l'Irlanda ad A, con outlook stabile.
- 5 febbraio 2016, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.

## **Il commento**

Non vi sono variazioni di rilievo sulle valutazioni delle agenzie di rating, il nostro Paese viene considerato stabile nell'outlook, ad esclusione solo di Dagong.

Nel Global Credit Research di dicembre, Moody's ha considerato positivo il cammino di riforme del Governo, anche se le misure sui conti pubblici previste dalla legge di stabilità sono parzialmente negative in termini di credito.

Sempre secondo Moody's i rapporti di debito rispetto al Pil, indicati dal Governo, contemplano ritmi di crescita piuttosto ambiziosi, mentre il processo di privatizzazioni avrà solo un modesto impatto nella riduzione del debito.

## Il debito pubblico

(Milioni 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	2.211.780	20.121
Novembre	2.161.018	2.414	2.211.882	102
Dicembre	2.135.902	-25.116	2.169.855	-42.027
Incremento		<b>65.940</b>		<b>33.953</b>

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

### I fatti

- Debito a dicembre 2015: 2.170 miliardi, riduzione di 42 miliardi dal mese precedente.
- L'incremento del debito nel 2015 è di 34 miliardi, nel 2014 era stato di 66 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente all'1 gennaio 2015, è di 35.684 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 870 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 66,9%, oltre il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 32,7%.

### Il commento

Forte ripiegamento del debito a dicembre 2015, che scende di 42 miliardi rispetto al precedente mese di novembre. L'intero 2015 si chiude con un debito di 2.170 miliardi con un incremento rispetto al 2014 di 34 miliardi, pressoché la metà rispetto ai 66 miliardi di incremento del 2014 (si veda la **Tabella 3**).

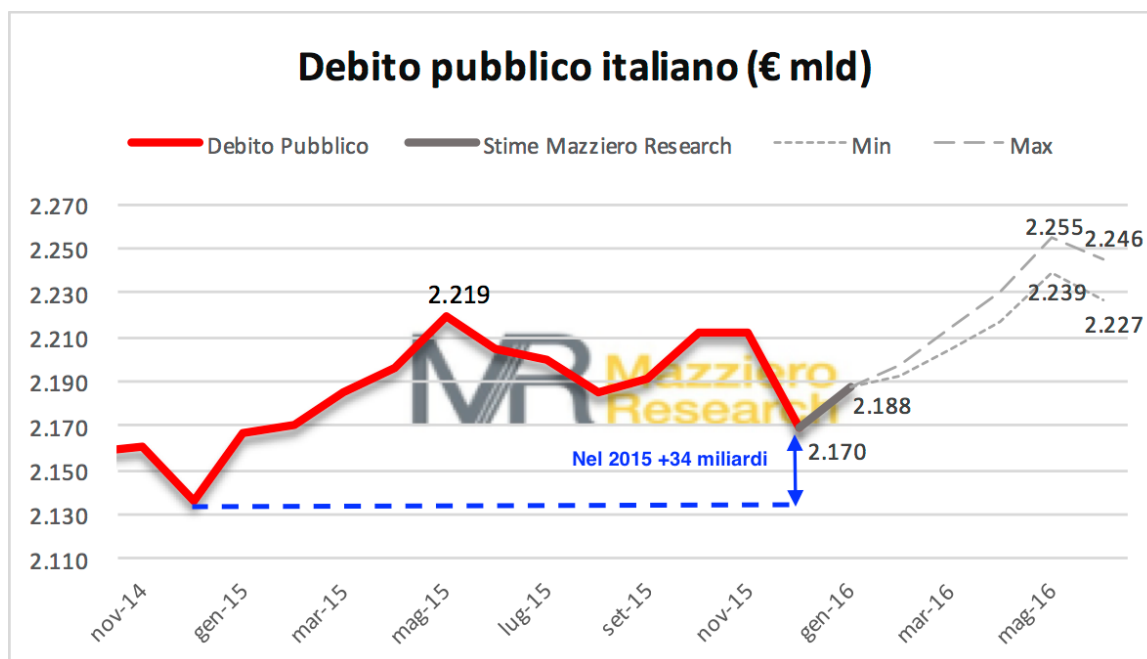


Figura 1: Andamento debito pubblico a fine 2015 e stima valori a giugno 2016 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

Nel contempo la forte contrazione del debito nel solo mese di dicembre costituisce una consuetudine che si presenta tutti gli anni ed è principalmente dovuta al pagamento da parte dei contribuenti degli acconti di imposta per l'anno successivo insieme a un possibile adattamento contabile (*window dressing*) con lo spostamento al nuovo anno di alcune emissioni di titoli di Stato; a fine 2015 sono anche stati incassati oltre 4 miliardi dalla regolarizzazione dei capitali all'estero (*voluntary disclosure*).

Come risulta chiaramente dalla **Figura 1** le nostre stime prevedono già una ripresa del debito pubblico a partire da gennaio e proseguirà almeno sino a maggio.

Le incognite sul livello del debito non mancano, in quanto la crescita inferiore alle attese (si veda la sezione relativa al Prodotto Interno Lordo) peggiora i rapporti debito/PIL e deficit/PIL e potrebbe far scattare delle prescrizioni, o peggio delle sanzioni, da parte della Commissione Europea.

#### Riquadro 1

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

I modelli previsionali della Mazziere Research stimano un aumento del debito pubblico per il mese di gennaio 2016 a 2.188 miliardi di euro, con un intervallo di confidenza compreso tra 2.185 e 2.190 miliardi.

Continuerà a salire sino a maggio quando segnerà un nuovo massimo storico tra 2.239 e 2.255 miliardi, a cui seguirà un calo nel mese di giugno verso un valore compreso tra 2.227 e 2.246 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	1.989.421	81.942	4,30%	3,30%
Anno 2013	2.069.692	80.271	4,03%	1,30%
Anno 2014	2.135.902	66.210	3,20%	0,20%
Anno 2015	2.169.855	33.953	1,59%	0,10%
<b>Incremento</b>		<b>869.514</b>	<b>66,87%</b>	<b>32,70%</b>

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

Legge di Stabilità 2016 introduce, inoltre, sgravi fiscali parzialmente a deficit, ovvero non finanziati da entrate, o da riduzione della spesa ma da debito; infatti gli obiettivi di deficit per il 2016 inizialmente previsti all'1,8% sono stati portati al 2,2% del PIL, con un innalzamento dello 0,4%, a cui si potrebbe accompagnare un ulteriore 0,2% di flessibilità da scomputare dal debito per finanziare le spese di accoglienza dei migranti.

Nel contempo sembra sparita dal radar dell'informazione la questione delle clausole di salvaguardia che sono state disattivate per l'anno in corso, ma che permangono per 15,1 miliardi nel 2017, per 19,6 miliardi sia nel 2018 che nel 2019, come risulta dalla **Tabella 5** pubblicata dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio ne *La legge di stabilità per il 2016 nel quadro programmatico dei conti pubblici*.

**Legge di stabilità 2016: clausole di salvaguardia abrogate, disattivate e attive**  
(milioni di euro)

Intervento	2016	2017	2018	2019
<b>Clausole di salvaguardia abrogate o disattivate dalla legge di stabilità 2016</b>				
Abrogazione clausole legge di stabilità 2014 (imposte dirette e indirette)	-3.272	-6.272	-6.272	-6.272
Abrogazione incremento accise dal 2016 (art. 1, c. 632, legge di stabilità 2015)	-728	-728	-728	-728
Disattivazione IVA e accise (art. 1, c. 718, legge di stabilità 2015)	-12.814	-4.088	-2.394	-2.394
<b>Totale abrogazioni e disattivazioni clausole</b>	<b>-16.814</b>	<b>-11.088</b>	<b>-9.394</b>	<b>-9.394</b>
<b>Clausole di salvaguardia attive post legge di stabilità 2016</b>				
Incremento aliquota IVA dal 10% al 13% dal 2017 (art. 1, c. 6, lett. a)	0	6.957	6.957	6.957
Incremento aliquota IVA dal 22% al 24% dal 2017 (art. 1, c. 6, lett. b)	0	8.176	8.176	8.176
Incremento aliquota IVA dal 24% al 25% dal 2018 (art. 1, c. 6, lett. b)	0	0	4.088	4.088
Incremento accise sui carburanti dal 2018 (art. 1, c. 6, lett. c)			350	350
<b>Totale aumenti dell'IVA e delle accise</b>	<b>0</b>	<b>15.133</b>	<b>19.571</b>	<b>19.571</b>

Fonte: elaborazioni su dati della relazione tecnica della legge di stabilità 2016.

*Tabella 5: Clausole di garanzia dopo la Legge di stabilità 2016  
(Fonte: Ufficio Parlamentare di Bilancio)*



### *Sofferenze e nuova normativa sui salvataggi bancari*

Le sofferenze bancarie ammontavano a dicembre 2015 a 201 miliardi, stabili rispetto al mese precedente ma sui massimi storici; si pensi che a dicembre 2014 erano di circa 184 miliardi.

Per sofferenze si intendono i finanziamenti di dubbia riscossione, a queste generalmente si affiancano gli incagli, i finanziamenti che non risultano in regola con le scadenze dei pagamenti.

I settori maggiormente affetti da condizioni di insolvenza sono le costruzioni, a cui seguono le attività manifatturiere e il commercio (si veda la **Tabella 6**).

Settori	Sofferenze (mld)
Costruzioni	44,055
Attività manifatturiere	37,020
Commercio	26,920
Attività immobiliari	20,713
Agricoltura e pesca	6,274
Alloggio e ristorazione	6,081

*Tabella 6: Settori origine delle sofferenze  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Le sofferenze sono l'onda di ritorno del contagio: la crisi economica del 2008 è passata dagli investimenti su titoli cartolarizzati (mutui subprime americani) alle banche, che hanno stretto il credito alle aziende, che a loro volta sono risultate insolventi e hanno creato sofferenze.

Ora le sofferenze costituiscono un volano che erode progressivamente il patrimonio delle banche, le quali debbono sbarazzarsene mediante cessione malgrado le condizioni di mercato siano estremamente penalizzanti; dopo la cessione si renderà necessaria la ricostituzione del patrimonio bancario attraverso aumenti di capitale (si veda anche il Commento di Andrew Lawford nella sezione Approfondimenti).

Ove tutto ciò non fosse possibile, le banche verranno spinte alla risoluzione in base alla direttiva UE 59/2014 recepita con i decreti legislativi 180 e 181 del 16 novembre 2015, già infaustamente applicati a Banca Etruria, Banca Marche e le Casse di Risparmio di Chieti e Ferrara.

Le risoluzioni bancarie (bail-in) prevedono l'intervento dei clienti che possiedono:

azioni e altri strumenti finanziari assimilati al capitale (come le azioni di risparmio e le obbligazioni convertibili); titoli subordinati senza garanzia; i crediti non garantiti (ad esempio, le obbligazioni bancarie non garantite); depositi superiori ai 100.000 euro delle persone fisiche e delle piccole e medie imprese (per la parte eccedente ai 100.000 euro).

Sono invece esclusi dal bail-in:

conti correnti sotto 100.000 euro per persona e per banca; le obbligazioni bancarie garantite (ad esempio i covered bond); i titoli depositati in un conto titoli (se questi titoli non sono stati emessi dalla banca coinvolta nel bail-in); le disponibilità della clientela in custodia presso la banca (ad esempio, il contenuto delle cassette di sicurezza); i debiti della banca verso dipendenti, fornitori, fisco ed enti previdenziali ovvero quanto riguarda retribuzioni, prestazioni pensionistiche e servizi essenziali per il funzionamento della banca.



## 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
Anno 2015	10.008	33.893	14.331	58.232

Tabella 7: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino a fine 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Nella **Tabella 7** 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 8** 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 8: Sostegno finanziario italiano ai paesi dell'Eurozona  
(Audizione Governatore Banca d'Italia I. Visco al Senato, 21 aprile 2015)

### Riquadro 3

**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)	2014			2015		
	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	36.067	34.956	1.111
<b>Novembre</b>	34.359	46.973	-12.614	37.746	51.370	-13.624
<b>Dicembre</b>	90.235	101.800	-11.565	102.330	104.688	-2.358
<b>Incremento</b>	<b>464.839</b>	<b>540.219</b>	<b>-75.380</b>	<b>494.141</b>	<b>581.476</b>	<b>-87.335</b>

*Tabella 9: Andamento entrate e uscite statali dal 2014 a dicembre 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### I fatti

- Nel 2015 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 87,3 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2014 era stato di 75,4 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2015 è stata di 41,2 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2014 è stata di 38,7 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2015 è stata di 48,5 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2014 è stata di 45,0 miliardi.
- Nei primi 11 mesi del 2015 le entrate tributarie ammontano a 410.278 milioni di euro (+29.372 milioni di euro rispetto al 2014, pari a +7,7%). Le imposte dirette si attestano a 216.417 milioni di euro (+29.874 milioni di euro, pari a +16,0%) e le imposte indirette risultano pari a 171.420 milioni di euro +2.794 milioni di euro, pari a +1,7%). Aumentano anche le entrate contributive a 195.240 milioni di euro, con un aumento di 4.040 milioni pari al 2,1%.

### Il commento

La **Tabella 9** mostra come nel 2015 siano fortemente aumentate le entrate, principalmente di natura tributaria, il che significa che sono stati riscossi più tributi. Al tempo stesso sono fortemente aumentate anche le uscite, con un ritmo ancor maggiore.

Il risultato è uno sbilancio tra entrate e uscite che si amplia rispetto al 2014 quando il disavanzo era di 75,4 miliardi contro gli 87,3 del 2015, con una differenza di 12 miliardi.

La **Tabella 10** mostra come la media delle entrate tra 2014 e 2015 sia stata maggiore per 2,4 miliardi al mese (maggiori introiti) mentre le uscite siano state maggiori per 3,4 miliardi al mese (maggiori spese); ne consegue uno sbilancio che nel 2015 è cresciuto al ritmo di un miliardo al mese, da qui la differenza dei 12 miliardi precedentemente citata.

Entrate	Uscite	Differenza
2.442	3.438	-996

*Tabella 10: Scostamento su media entrate e uscite mensili tra i 12 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	77.879	4,52%
Anno 2014	1.782.233	6,38	75.043	4,21%
Anno 2015	1.814.445	6,52	72.461	3,99%
Gennaio 2016	1.835.499	6,43	NA	NA

Tabella 11: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a gennaio 2016  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

### I fatti

- Circolante titoli di Stato a gennaio 2016 pari a 1.835 miliardi.
- Spesa per interessi nel 2015 pari a 72,5 miliardi, tasso medio 3,99%.
- Vita media residua a 6,43 anni, di poco superiore ai minimi (6,31).
- Spesa per interessi nel 2015 pari a 72,4 miliardi.
- Dal 2006 a novembre 2015 sono stati pagati 748 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a dicembre: BOT -0,0031%, BTP 1,01%, CCT 0,52%.

### Il commento

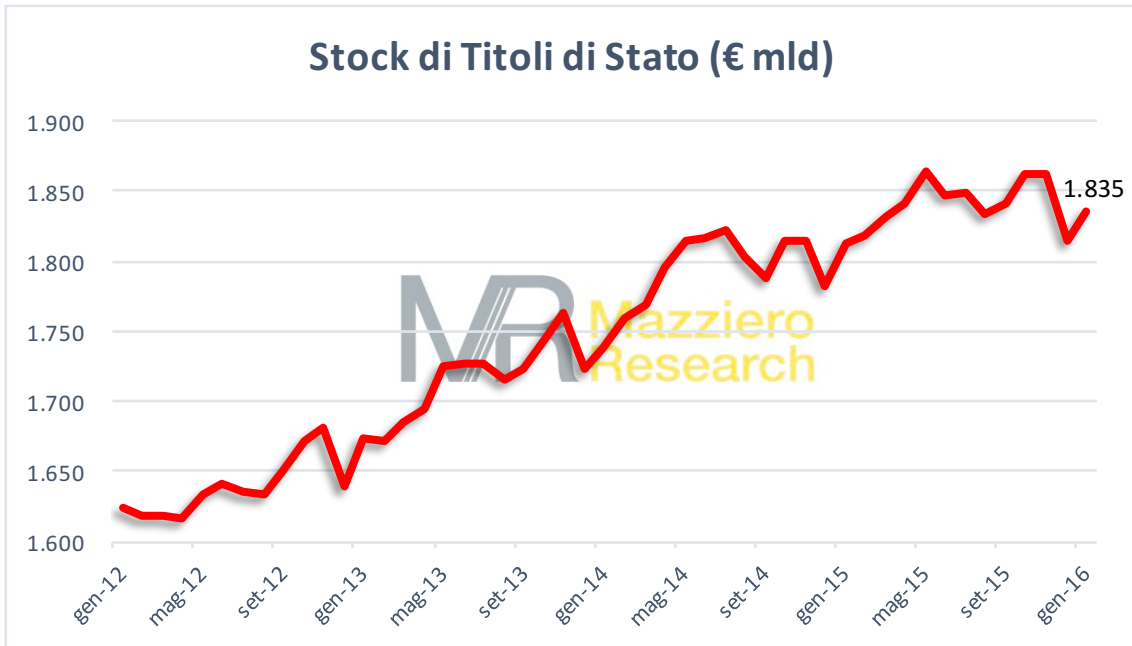
Il circolante di titoli di Stato è tornato nuovamente a salire nel mese di gennaio 2016, mentre ha chiuso il 2015 a 1.814 miliardi con un incremento nel corso dell'anno di 32 miliardi.

I tassi di interesse medi a dicembre hanno proseguito la tendenza di riduzione, con i BOT che hanno raggiunto tassi negativi, i BTP decennali vicino all'1% e i CCT allo 0,5%.

Nel 2015 gli interessi pagati sono stati pari a 72,4 miliardi: 2,6 miliardi in meno rispetto al 2014 quando erano stati pari a 75 miliardi.

A tal proposito, ci sono giunte in redazione domande che ci chiedono le ragioni per cui a fronte di un calo così consistente degli interessi sulle emissioni, la spesa per interessi resti così elevata.

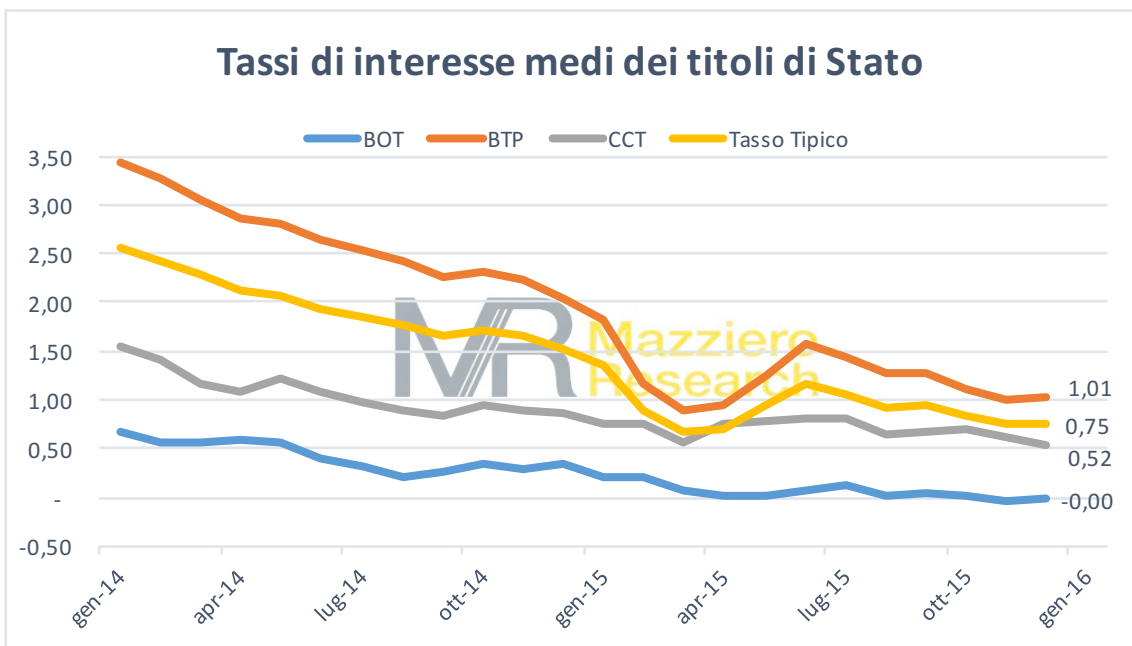
Per rispondere occorre considerare che i bassi tassi di interesse riguardano le nuove emissioni, ma scarsamente incidono sullo stock in circolazione; infatti se si osserva la **Figura 7** la maggior parte dei titoli di Stato (circa il 70%) è a tasso fisso e quindi non ottiene alcun beneficio da una tale riduzione del tasso degli interessi.



*Figura 2: Circolante di Titoli di Stato dal 2012 a gennaio 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*

Al tempo stesso la vita media, si veda la **Figura 4**, è di 6,43 anni e quindi difficilmente si vedrà un tangibile progresso fino a che non sarà passata almeno la metà di questo periodo di tempo.

Parimenti non si deve dimenticare che proprio questo tipo di dinamica influenzerà un rialzo futuro dei tassi; in quel frangente la percezione del deterioramento della spesa per interessi sarà molto inferiore rispetto alla reale portata dell'effetto che si potrà manifestare solo dopo 4-5 anni dall'inizio dell'aumento dei tassi.



*Figura 3: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da gen. 2014 a dic. 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

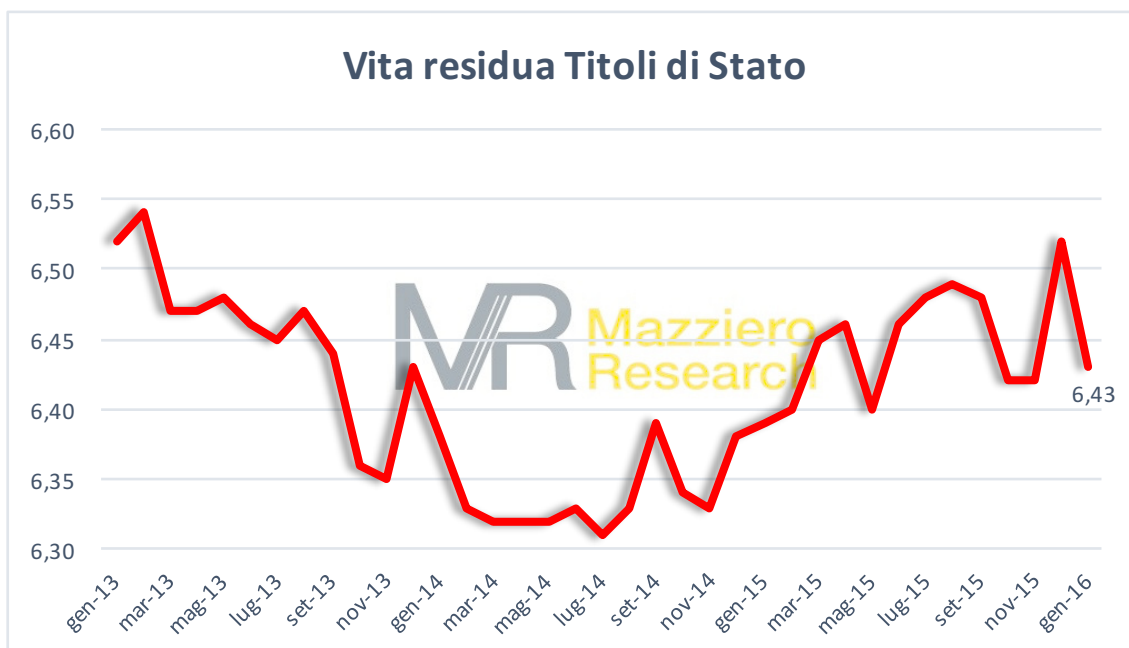


Figura 4: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 a gennaio 2016  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

#### Riquadro 4

### Osservatorio Quantitative Easing

#### Caratteristiche riassuntive

Acquisto di titoli di Stato dell'Eurozona e di enti sovranazionali, di regioni ed enti locali, oltre ad ABS e Covered Bond, i rendimenti verranno reinvestiti in azioni.

Gli acquisti sono di 60 miliardi al mese tra marzo 2015 e marzo 2017 prorogabile (già esteso il 3 dicembre 2015 dal termine iniziale di settembre 2016).

I titoli acquistati avranno una vita residua tra 2 e 30 anni e, per evitare effetti distorsivi, 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 0,3 per cento fissato dalla stessa Bce come tasso dei depositi (abbassato il 3 dicembre 2015 dallo 0,2%).

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.

Mario Draghi ha lasciato intendere la possibilità di espandere ulteriormente il programma nella riunione BCE di marzo 2016.

#### Aggiornamento a fine gennaio 2016

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: 87,768 miliardi.
- Durata media finanziaria: 9,33 anni.
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 547,886 miliardi.

## Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 12** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse dell'emissione di febbraio 2016 calcolato dalla Banca d'Italia pari al -0,032%.

Elenco costi		Rendimento BOT Annuale	-0,0320%
Ritenuta fiscale	0,0000%		
Bollo conto titoli	0,2000%		
Commissione bancaria	0,1500%		
Decurtazione da inflazione	0,0000%		
		Costi	0,3500%
		Rendimento netto	-0,3820%

*Tabella 12: 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 0,1%, 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.

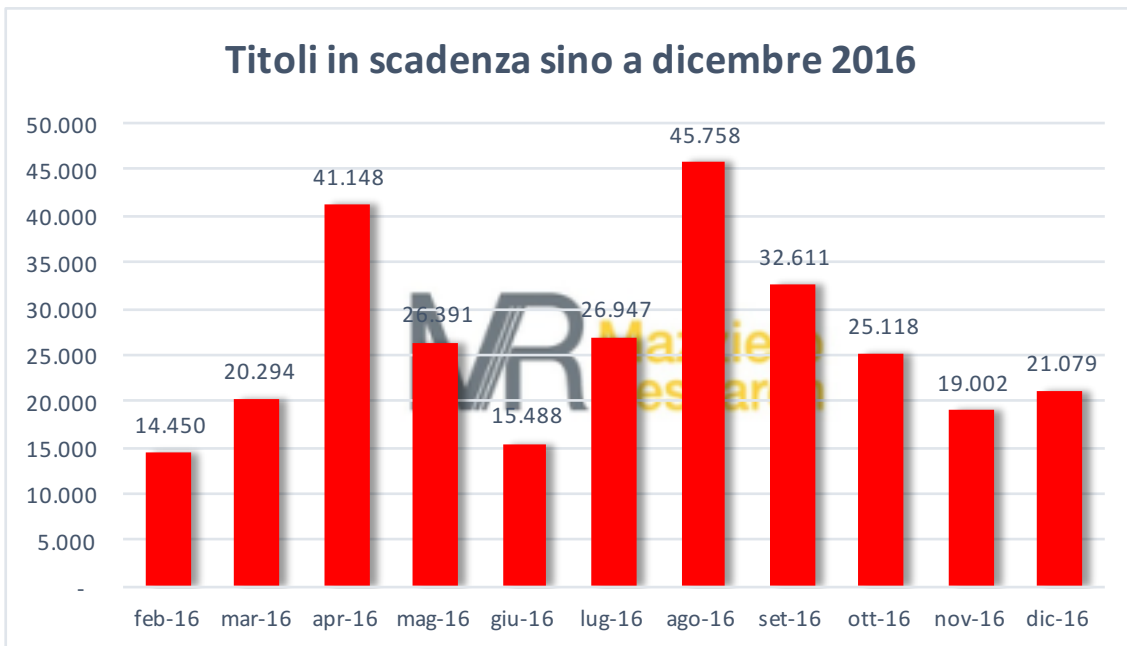
Dal 19 gennaio 2015 la commissione bancaria massima è 0,05% per il Bot trimestrale, 0,10% per quello semestrale e 0,15% per quello annuale; nel caso di rendimento nullo o negativo le commissioni sono azzerate.

Quindi la **Tabella 12** mostra che a fronte di un rendimento lordo del -0,032% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,382%.

Investimento in BOT		1.000,00
Rendimento BOT Annuale	-	0,32
Costi		3,50
Rendimento netto	-	3,82

*Tabella 13: Rendimento netto per ogni 1.000 euro investiti in Bot*

La **Tabella 13** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno -0,32 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 3,5 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 3,82 euro di tasca propria.



*Figura 5: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2016 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

La **Figura 6** mostra il risultato dello sforzo svolto dal Dipartimento del Tesoro nel corso degli ultimi 18 mesi: attraverso concambi e una buona regia delle nuove emissioni, il circolante di titoli di Stato appare ora suddiviso in modo gradualmente decrescente su tutte le scadenze.

Ciò è stato possibile anche grazie alle favorevoli condizioni dei tassi e all'appetito di acquisto indotto dalle manovre di Quantitative Easing della BCE (si veda il **Riquadro 4**).



*Figura 6: Titoli di Stato in scadenza sino al 2025  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*



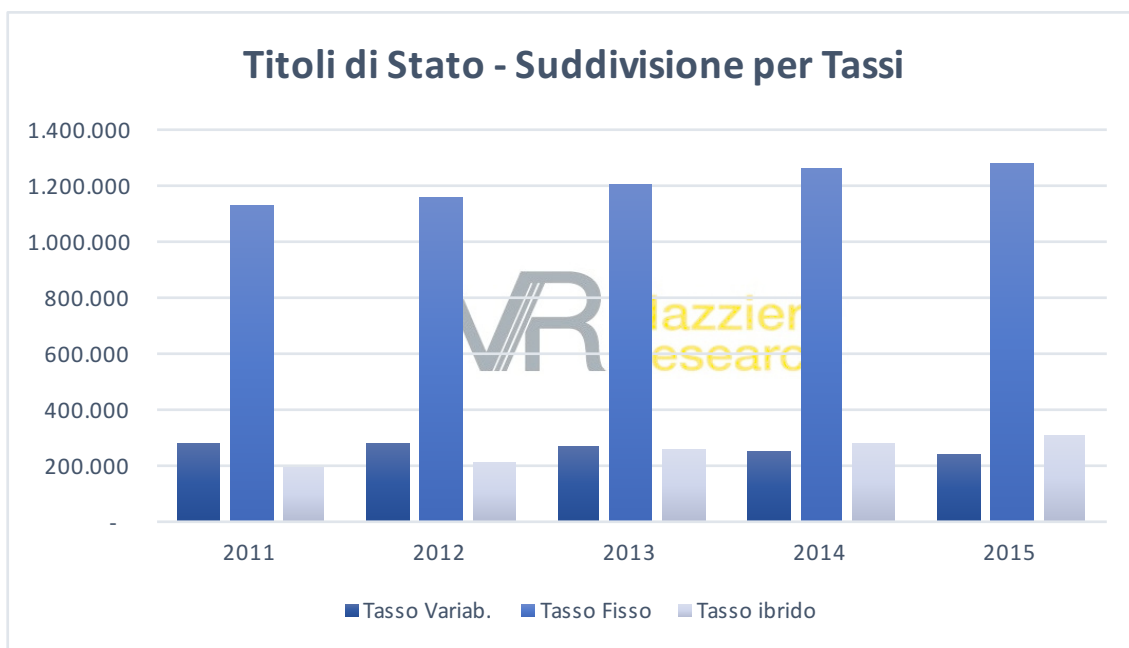


Figura 7: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato dal 2011 a fine 2015  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Il primo febbraio di quest'anno è stato inoltre emesso un nuovo BTP trentennale con scadenza 1 marzo 2047 e cedola al 2,70%; il collocamento avvenuto al prezzo di 99,182 corrisponde a un rendimento a scadenza del 2,758%.

Attualmente vi sono oltre 66 miliardi di titoli di Stato collocati su scadenze oltre il 2040.

Se però ci spostiamo più sul breve termine, la **Figura 5** mostra gli importi in scadenza sino a dicembre 2016, osserviamo che l'armonia è abbastanza carente; infatti aprile e agosto (un mese in genere piuttosto sottile come negoziazioni) presentano importi in scadenza superiori ai 40 miliardi, piuttosto scarichi invece febbraio, giugno e novembre al di sotto dei 20 miliardi.

Ovviamente in periodi di basso nervosismo dei mercati tutto ciò non è un problema, ma potrebbero diventare fonte di criticità qualora ritornasse un periodo di sfiducia nei confronti della solidità del nostro Paese.

E proprio questo inizio d'anno non appare brillante per il nostro Paese che si trova a fronteggiare un generalizzato disimpegno degli investitori nei confronti delle banche, con cali vistosi degli indici di Piazza Affari e uno spread BTP-Bund che ha raggiunto anche i 150 punti.

Nella **Figura 8** viene mostrata la ripartizione percentuale dei detentori di titoli di Stato nello scorso mese di agosto 2015: continua la crescita da parte della banca centrale, passata in otto mesi dal 5,7 al 7,6%, e la riduzione di tutti gli altri sottoscrittori ad esclusione dell'estero, con una particolare evidenza per il pubblico italiano che è passato dal 32 al 30,5%.

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
119.611	-	122.819	51.789	1.241.133
BTP €i	BTP Italia	BTP atipici	Estero €	Estero Valuta
144.977	103.826	463	48.494	2.388

Tabella 14: Composizione dei Titoli di Stato a gennaio 2016 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

## Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori

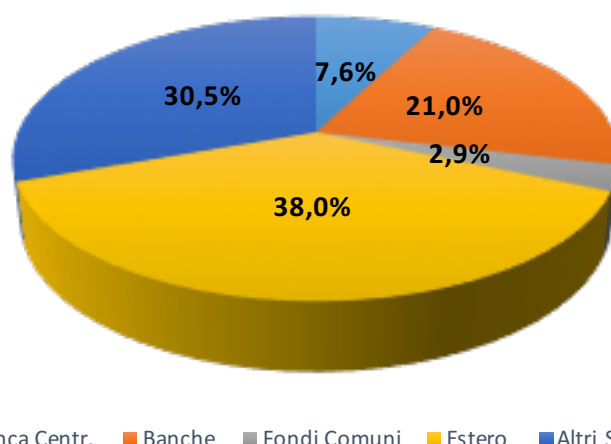


Figura 8: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori ad agosto 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

## Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	31.373		25%
Riserve verso FMI	2.762		2%
Diritti speciali prelievo	7.580		6%
Oro	80.258		65%
Altre attività di riserva	1.159		
<b>Totale Riserve</b>		123.132	100%

Tabella 15: Riserve Banca d'Italia a gennaio 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Le riserve ufficiali a gennaio 2016 ammontano a 123,1 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a ottobre 2015 è una diminuzione di circa 1,5 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 65% delle riserve totali.

### Il commento

Le variazioni rispetto al precedente Osservatorio sono dovute a leggere oscillazioni del cambio euro/dollaro e del prezzo dell'oro espresso in dollari.

## 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	1.989.421	3,00%	123,14%	-0,85%
Anno 2013	1.606.895	-7.778	2.069.692	2,90%	128,53%	-0,60%
Anno 2014	1.613.859	6.964	2.135.902	3,00%	132,11%	-0,40%
Anno 2015			2.169.855			0,60%
Anno 2015 (st.DEF)	1.635.384	21.525	2.172.286	2,60%	132,80%	0,90%
Anno 2015 (st.UE)	1.626.770	12.911	2.160.351	2,60%	132,80%	0,80%
Anno 2015 (st.FMI)	1.626.770	12.911	2.162.417	2,70%	133,30%	0,80%
Anno 2015 (st.OCSE)	1.626.770	12.911	2.184.752	2,60%	134,30%	0,80%
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 2016 (st.UE)	1.658.279	22.895	2.195.562	2,50%	132,40%	1,40%
Anno 2017 (st.UE)	1.679.837	21.558	2.193.867	1,50%	130,60%	1,30%
Anno 2016 (st.FMI)	1.656.644	21.260	2.175.888	2,10%	132,10%	1,30%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	54.775	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 2016 (st.OCSE)	1.658.279	22.895	2.213.803	2,20%	133,50%	1,40%
Anno 2017 (st.OCSE)	1.681.495	23.216	2.216.211	1,60%	131,80%	1,40%

Elaborazione Mazziero Research su dati degli emittenti

*Tabella 16: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2015, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)*

### I fatti

- Nel 4° trimestre il PIL sale dello 0,1% rispetto al trimestre precedente; la somma dei 4 trimestri è 1,0%; il PIL 2015 corretto per gli effetti del calendario è +0,6%.
- Il PIL resta dell'8,8% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2016 è +0,2%.
- La produzione industriale da gennaio a dicembre è diminuita dello 0,4%; nel medesimo periodo dell'anno scorso era salita dello 0,8%.
- La produzione industriale nel mese di dicembre è diminuita dello 0,7%.

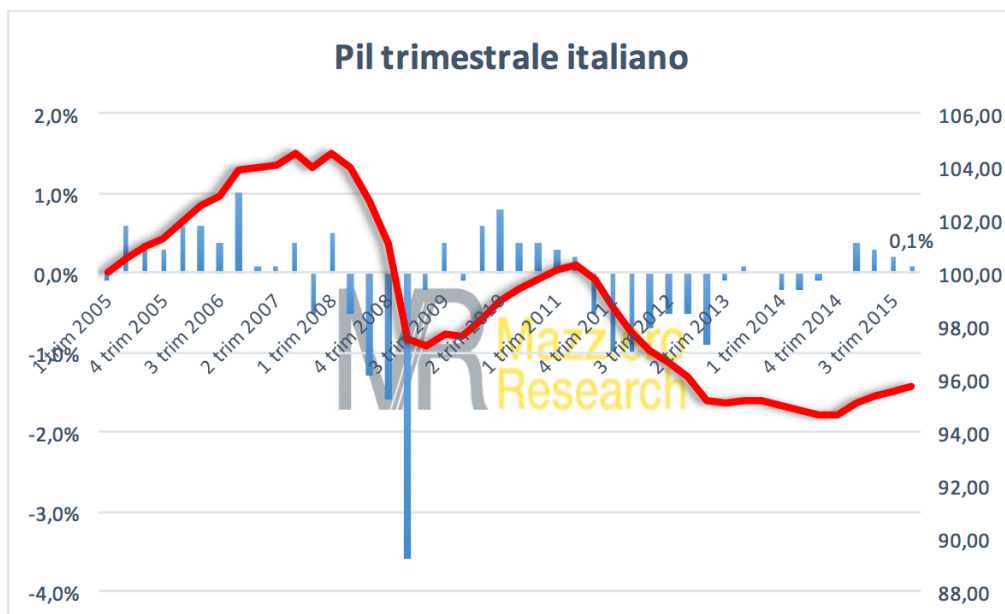


Figura 9: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 4 Trim. 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

## Il commento

Il 2015 era cominciato bene, con un progresso del Prodotto interno lordo nel primo trimestre dello 0,4%, un ottimo risultato anche in considerazione che il Governo nel Documento di Economia e Finanza stimava un prudente 0,7% per l'intero anno.

Le buone notizie proseguivano nel secondo trimestre con un +0,3%, leggermente più modesto del trimestre precedente ma sempre un buon risultato, dato che era per la prima volta che si ottenevano due trimestri positivi dopo 14 trimestri negativi e si usciva finalmente dalla recessione (si veda la **Tabella 17**).

Il Governo, accompagnato da un fiorire di hashtag #Italiariparte, nella Nota di aggiornamento del DEF a settembre, accantonava le proprie timidezze rivedendo la stima di crescita del PIL allo 0,9%.

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	-0,8%	-0,2%	0,0%	-0,1%
2014	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
2015	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%

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

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

Tabella 17: PIL trimestrale dal 2005 al 4 Trim. 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

Con l'autunno, si sa cadono le foglie, ma nessuno si sarebbe aspettato anche un calo del PIL, che nella variazione trimestrale faceva segnare uno smilzo 0,2%. Le convinzioni vacillavano, ma i buoni dati sulla produzione industriale e su una ripresa dell'occupazione riuscivano ancora a mantenere sereno il quadro di fondo.

E poi la doccia fredda: 0,1% nel IV trimestre; la tendenza è chiara, netta, soprattutto pericolosa dato che, se dovesse continuare, in un paio di trimestri ci potremmo ritrovare in recessione.

## Riquadro 6

### **Prodotto interno lordo (PIL, in inglese GDP)**

Misura il risultato finale dell'attività produttiva di persone e imprese residenti. In Italia è calcolato mediante la somma dei 'valori aggiunti' nei differenti settori economici, aumentata dell'IVA e di altre imposte indirette. Il PIL comprende: gli investimenti e i consumi finali dei soggetti privati, la spesa dello Stato e delle altre amministrazioni pubbliche, le esportazioni a cui vengono sottratte le importazioni, oltre ad altre voci minori.

### **PIL nominale**

Misura del PIL in moneta corrente, ossia rilevato ai prezzi dell'anno per il quale è calcolato. Comprende quindi la componente di inflazione.

### **PIL reale**

Misura del PIL depurata dalla variazione dei prezzi; non comprende pertanto la componente di inflazione.

### **Deflatore PIL**

Indica quanta parte del PIL è dovuta all'inflazione, si ricava dal rapporto fra PIL nominale e PIL reale.

### **Dati corretti per gli effetti di calendario**

Depurati dalla differenza annuale dei giorni lavorativi, delle festività pasquali e dell'anno bisestile.

### **Dati destagionalizzati**

Depurati delle fluttuazioni stagionali dovute a fattori meteorologici, consuetudinari, legislativi, o altro.

### **Variazione congiunturale**

Variazione percentuale rispetto al trimestre precedente.

### **Variazione tendenziale**

Variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente.

### **Crescita acquisita**

Crescita annuale che si otterrebbe in presenza di una variazione congiunturale nulla nei restanti trimestri dell'anno.

A un primo esame della **Tabella 17** la serie dei quattro trimestri del 2015 (+0,4%, +0,3%, +0,2%, +0,1%) potrebbe illudere di aver ottenuto un progresso dell'1%, un dato superiore quindi a quel +0,9% indicato dal Governo.

La realtà però è differente, come conferma l'Istat: "Nel 2015 il PIL corretto per gli effetti di calendario è aumentato dello 0,6%."

Il risultato quindi è molto più basso dello 0,9% previsto e ancora più contenuto rispetto alle stime iniziali dello 0,7%, formulate quando il sentimento diffuso appariva piuttosto negativo.

## Riquadro 7

### Indice di Fiducia sugli Investimenti in Innovazione Tecnologica

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

- L'Indice Ifiit si stabilizza poco sopra i 35 punti (a 35,2) confermando un clima di attesa e di prudenza da parte della platea degli imprenditori intervistati.
- L'indicatore è sceso leggermente, ma senza particolari scossoni, in linea con l'atteggiamento degli ultimi mesi dell'anno scorso.
- Si riduce la propensione ad investire tra le piccole e le medie imprese più sensibili alla ripresa dei consumi interni. Aumenta invece tra le industrie più esposte sul lato delle esportazioni (in particolare per l'area del Nord-America, Messico compreso).
- Difesa, automotive, aeronautica, biotech: questi i comparti dove resta molto elevata la propensione ad investire in aumento della competitività e della qualità produttiva.
- Ancora in linea di conformità all'indice generale i comparti tradizionali del made in Italy (il metalmeccanico, la moda e il legno-arredamento).
- Qualche segnale di risveglio per il comparto agro-alimentare, nelle regioni del Centro e del Centro-Nord, ma anche per alcune aree del meridione.
- Invariata la propensione del segmento bancario-assicurativo, tranne alcune eccezioni di massima spinta sull'innovazione IT.
- Poco sotto il valore medio dell'indice i comparti tessile e della chimica, mentre perdurano le criticità nel commercio, nell'edilizia e nel turismo.
- A livello geografico, è sempre la Lombardia al vertice della classifica per la propensione ad investire in innovazione, seguita a pari merito da Emilia-Romagna e Veneto mentre sembra arretrare il Piemonte.
- La maggior parte della base imprenditoriale (circa il 73% degli intervistati) ritiene ancora alto il divario tra l'esperienza digitale italiana e quella degli altri paesi più industrializzati.

**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.

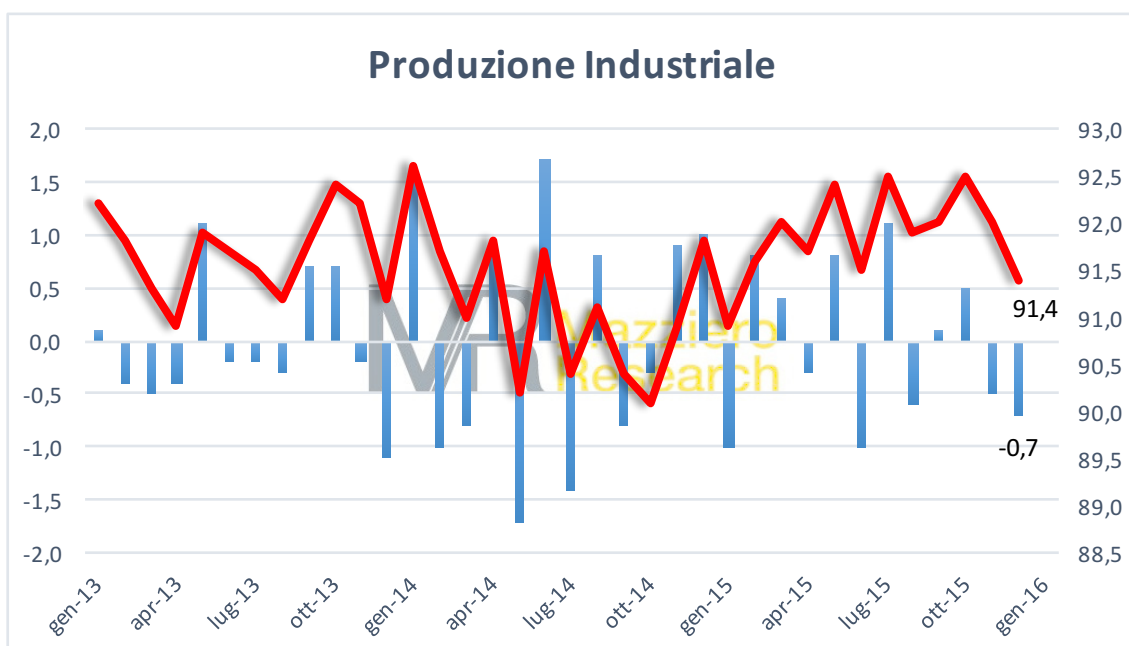


Figura 10: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a dic. 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

Vedremo se questi dati verranno confermati dall'Istat, infatti non bisogna dimenticare che si tratta di stime preliminari, ma al tempo stesso l'eredità sull'anno in corso è pesante in quanto la variazione acquisita del PIL per il 2016 sarebbe di un misero +0,2%.

Ora le implicazioni sono ancora più gravi per quanto riguarda la Legge di stabilità 2016, il Governo infatti ha rivisto l'obiettivo di indebitamento al rialzo dall'1,8% al 2,2% (+0,4%) del PIL, richiedendo a Bruxelles una maggiore flessibilità in considerazione delle riforme avviate; a questo si aggiungerebbe un ulteriore 0,2% di scorporo, da non computare nel debito, per le spese sostenute nell'accoglienza dei migranti.

È chiaro che tutte queste cifre, espresse in termini percentuali, tengono conto del livello di crescita del PIL previsto per quest'anno pari all'1,6%, che appare un obiettivo piuttosto distante considerando i venti di crisi interni e internazionali che si sono manifestati in questo primo scorcio del 2016.

Non è escluso inoltre che il deficit rapportato al PIL per il 2015 venga rivisto al rialzo con ripercussioni negative sulla concessione delle misure di flessibilità da parte di Bruxelles, il che renderebbe ancora più fragile la tenuta dei conti pubblici e la quadratura della Legge di stabilità 2016.

Per quanto riguarda la produzione industriale, si veda la **Figura 10**, l'indice arretra pesantemente per due mesi consecutivi (-0,5% a novembre e -0,7% a dicembre) riportandosi al di sotto dei livelli di febbraio 2015.

Sempre dalla **Figura 10** si può notare la dinamica della produzione industriale (tratto in colorazione rossa) e constatare che dal 2013 ad oggi non è stato compiuto alcun progresso sostanziale.



**Italia: letargo esistenziale collettivo**

*Note sparse dal 49° Rapporto sulla situazione sociale del Paese/2015 del Censis*

“Letargo esistenziale collettivo” questa la definizione della situazione sociale del nostro Paese da parte del Censis: “dove i soggetti (individui, famiglie, imprese) restano in un recinto securizzante, ma inerziale, impauriti da ogni rischio e con tutte le risorse inagite (dal risparmio alle competenze).”

È un giudizio caustico e senza appello che individua una società “senza neppure la propensione a coltivare la forza del fattore “desiderio”... e quindi con scarsa autopropulsione, in una sorta di “limbo italico” fatto di “mezze tinte, mezze classi, mezzi partiti, mezze idee e mezze persone”.

La ricerca del Censis si addentra anche nei dati statistici, trovando nell’export un motore potente, ma da revisionare dato che la partecipazione massiccia delle microimprese determina un basso valore esportato, a panaggio quasi totale dei grandi gruppi industriali.

Migliora la situazione interna, i consumi ripartono, ma la forbice sociale torna ad allargarsi, con circa 5 milioni di famiglie che stentano a tirare a fine mese.

Il quadro complessivo è di estrema incertezza e solo un italiano su quattro ha fiducia nel futuro, mentre quattro italiani su dieci non hanno idea delle condizioni del proprio futuro previdenziale. Forse anche per questo le persone, ove possibile, hanno ripreso la via del risparmio: il patrimonio delle famiglie ammonta a 4 mila miliardi, con una crescita del 6,2% in termini reali negli ultimi quattro anni.

Torna a crescere l’impiego di risorse nel mattone, confermando la propensione italiana a vederlo come bene di rifugio patrimoniale.

Bocciata la sanità: secondo il 42,7% dei cittadini sta peggiorando, con un giudizio ancora più negativo al sud. È senz’altro una perdita di fiducia nel sistema sanitario, condizionato dalle notizie di malasanità e di sprechi, ma è anche il risultato di un peggioramento nel rapporto tra costo delle prestazioni e tempi di attesa, che talvolta porta a rivolgersi verso gli operatori privati. Secondo il Censis è la tangibile conseguenza del “progressivo arretramento dell’impegno del Servizio sanitario nazionale, soprattutto in alcuni ambiti come il farmaceutico, ma anche nella diagnostica e nella specialistica ambulatoriale”.

Riprende l’occupazione che però può essere vista come un "rimbalzo occupazionale selettivo", favorita anche dal Jobs Act; restiamo comunque ben lontani dal recuperare la situazione pre-crisi. Aumentano gli stranieri che fanno impresa, con un +31,5% negli ultimi sei anni; ma non si può parlare di integrazione dato che le insicurezze e le discriminazioni etniche mettono a rischio il rapporto con gli immigrati.

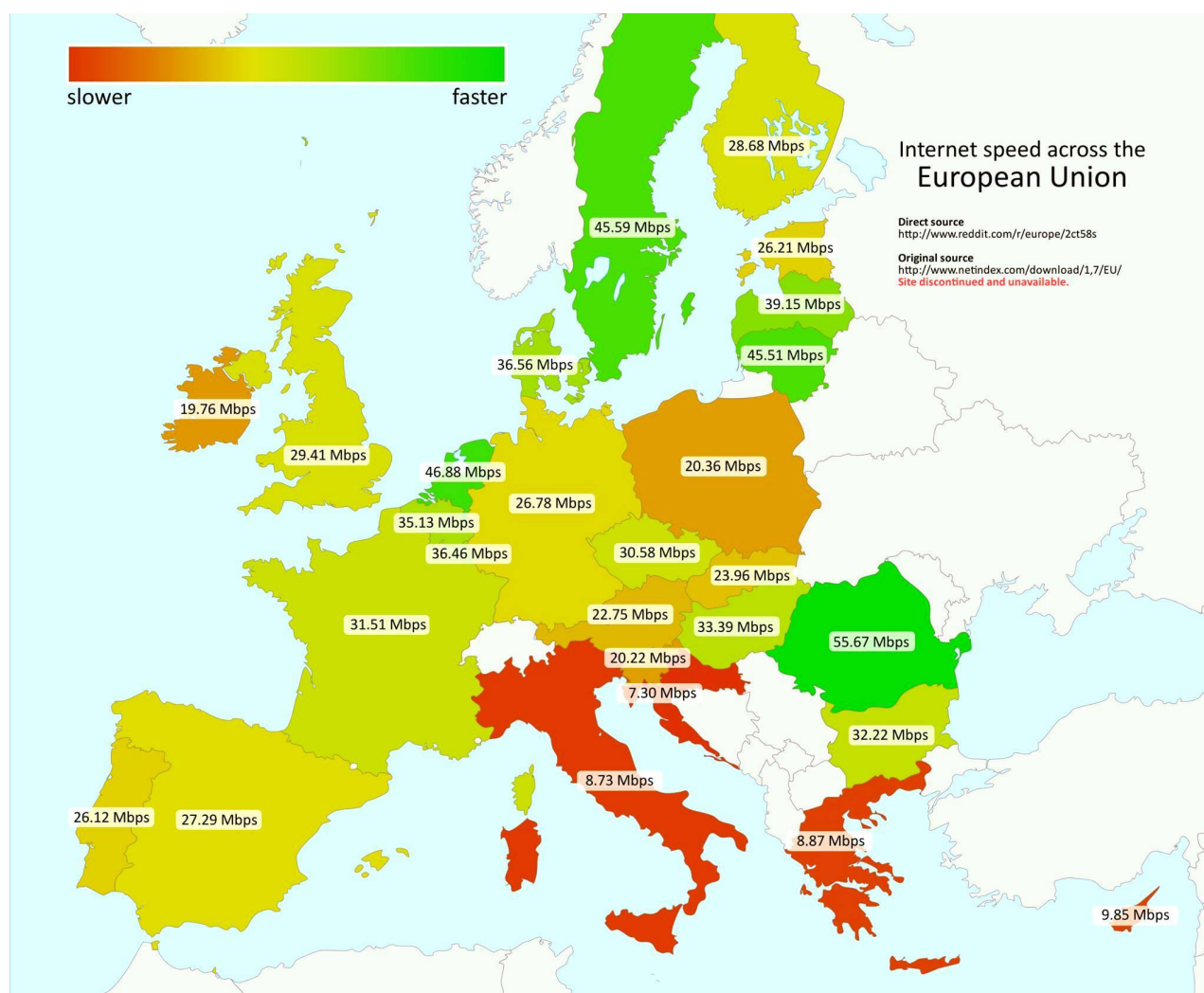
*Segue alla pagina successiva*

## Riquadro 8 bis

*Continua dalla pagina precedente*

Incoraggianti i progressi sulla new economy: secondo il Censis 15 milioni di italiani fanno acquisti su Internet e 2,7 milioni acquistano anche prodotti alimentari, mentre oltre il 50% della popolazione possiede un profilo su Facebook. Un giovane su tre possiede un tablet, quando solo il 6% degli anziani lo usa; mentre il 40,7% dei giovani guardano la web-tv.

L'utilizzo di Internet da parte dei giovani è davvero uno dei pochi segnali di vivacità del nostro Paese, arretrato anche nella velocità delle connessioni, come risulta dall'immagine sottostante.



*Figura 13: Rilevazione non ufficiale della velocità Internet nei Paesi Europei (Avvertenza: i dati potrebbero non essere aggiornati)*

## L'inflazione

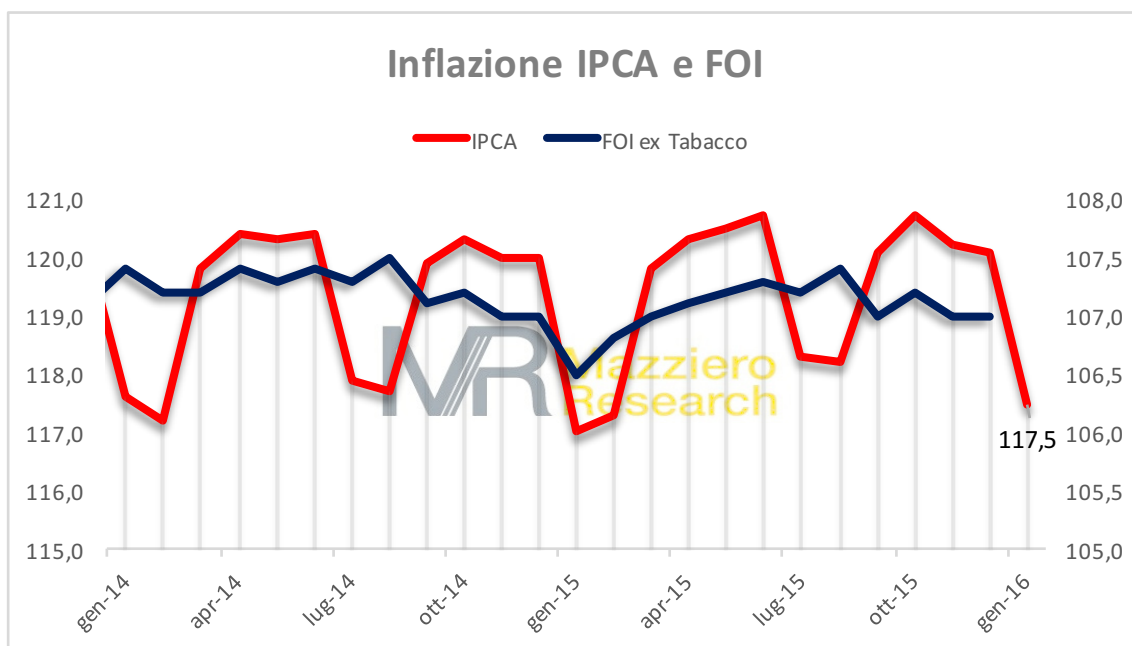


Figura 11: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2014 a gennaio 2016 (Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Il tasso annuo di inflazione IPCA a gennaio è pari allo 0,4%.
- Il tasso di inflazione medio IPCA nel 2015 è stato dello 0,1%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2016 è pari a -0,4%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2005, è pari a 117,5; massimo storico a 120,7 segnato a ottobre 2015.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2010, è pari a 107,0 a dicembre 2015, 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.

In particolare osserviamo come l'indice IPCA presenti delle forti oscillazioni che non sono riscontrabili nell'indice FOI; questo aspetto riguarda l'abbassamento dei prezzi per abbigliamento e calzature durante i saldi stagionali che non vengono invece considerati dagli indici NIC e FOI.

La **Tabella 18** riporta i dati dell'indice armonizzato IPCA scomposti per aggregati speciali; se prendiamo in esame l'evoluzione per l'intero anno 2015, evidenziato dal riquadro con bordo rosso, potremo riscontrare che:

- Il dato annuale del 2015 pari a 0,1% è un valore che descrive l'andamento complessivo, ma è molto differente dal valore dei singoli aggregati;
- Gli alimentari sono cresciuti dell'1,4%, ancor di più gli alimenti non lavorati (+2%);
- Servizi e beni industriali non energetici presentano anch'essi una variazione positiva, rispettivamente del +0,3 e +0,8%;

- L'unica componente negativa (-5,4%) è relativa all'energia per ragioni ben note di sovrapproduzione petrolifera rispetto alla domanda; va specificato comunque che la domanda ha registrato un modesto aumento nel 2015 (circa 1,5 milioni di barili al giorno).

Alla luce di ciò, appare abbastanza evidente che la bassa inflazione sia principalmente dovuta a elementi esogeni di economia internazionale (dinamiche del petrolio) e non riguarda i consumi interni che tra l'altro mostrano un andamento positivo del commercio al dettaglio (+1,3% per gli alimentari e +0,6% come differenza di valore fra i periodi gennaio-novembre 2015 rispetto al 2014; fonte Istat Commercio al dettaglio).

In tale contesto appare forse un po' esagerato, il commento di Mario Draghi del 5 febbraio scorso riportato dall'Ansa (Bce, Draghi: "Forze globali frenano inflazione", si veda Bibliografia) secondo cui "Ci sono forze nell'economia globale di oggi che cospirano per tenere bassa l'inflazione".

#### PROSPETTO 5. INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO IPCA, PER AGGREGATI SPECIALI

Gennaio 2016, pesi e variazioni percentuali (base 2005=100)

Aggregati speciali	Pesi	gen-16 dic-15	gen-16 gen-15	dic-15 dic-14	gen-15 dic-14	Inflazione acquisita
Beni alimentari (incluse bevande alcoliche) e tabacchi, di cui:	210.923	0,2	0,8	1,4	0,7	0,2
Alimentari lavorati (incluse bevande alcoliche) e tabacchi	118.753	0,3	1,0	1,0	0,3	0,2
Alimentari non lavorati	92.170	-0,1	0,6	2,0	1,3	0,2
Energia	95.516	-1,9	-3,7	-5,4	-3,7	-3,7
Beni industriali non energetici	258.295	-8,4	0,4	0,8	-8,1	-5,4
Servizi	435.266	-0,3	0,5	0,3	-0,5	-0,5
<b>Indice generale</b>	<b>1.000.000</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,6</b>
Indice generale al netto dell'energia e degli alimentari freschi (Componente di fondo)	812.314	-2,3	1,0	0,6	-2,7	-1,5
Indice generale al netto dell'energia, degli alimentari (incluse bevande alcoliche) e tabacchi	693.561	-2,8	1,0	0,5	-3,2	-1,8
Indice generale al netto dell'energia	904.484	-2,1	0,9	0,7	-2,4	-1,3

Tabella 18: Indice IPCA per aggregati speciali (Fonte: Istat)

#### Riquadro 9

##### **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. A differenza degli altri indici tiene conto dell'abbassamento dei prezzi per abbigliamento e calzature durante i saldi stagionali.

## La disoccupazione

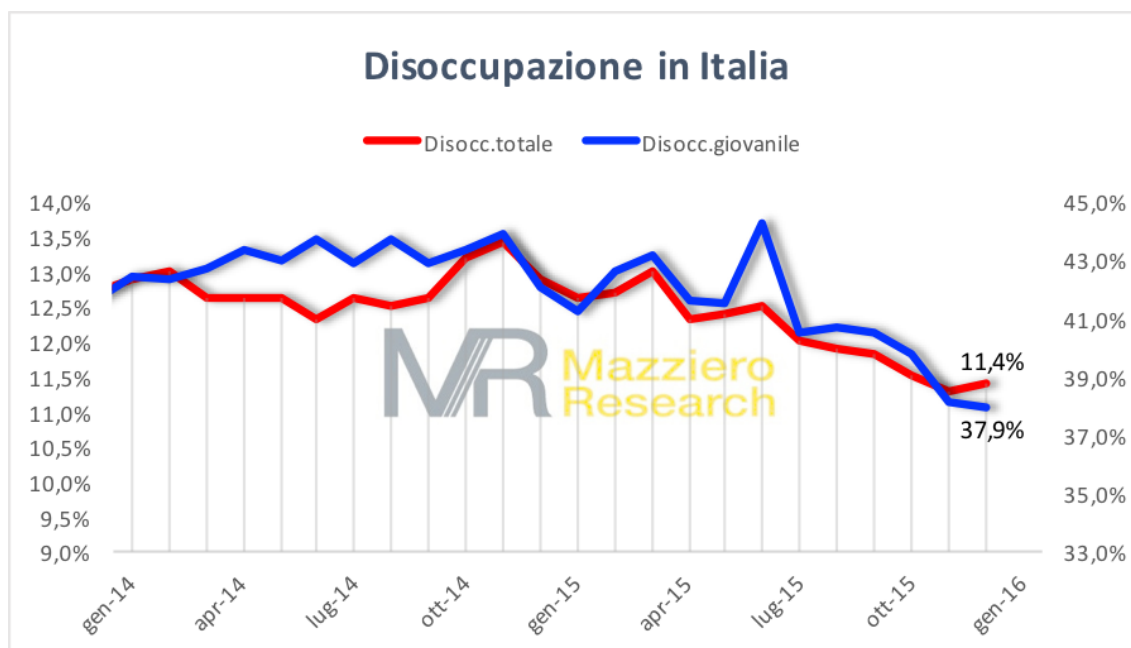


Figura 12: Disoccupazione in Italia da gennaio 2014 a dicembre 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Disoccupazione: 11,4% a dicembre 2015; record storico 13,4% a novembre 2014. 37,9% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 44,2% rilevato a giugno 2015.
- Tasso di occupazione: 56,4% della popolazione tra 15 e 64 anni; pressoché stabile nel II semestre 2015 (tra 56,3 e 56,5%).
- Tasso di inattività: 36,2% della popolazione tra 15 e 64 anni; aumentato dal 35,6% di giugno 2015.
- Cassa integrazione: da gennaio a dicembre 2015 autorizzate 677 milioni di ore; da gennaio a dicembre 2014 furono autorizzate 1.112 milioni di ore; gennaio 2016 autorizzate 56,9 milioni di ore, a gennaio 2015 erano state autorizzate 50,5 milioni di ore.

### Il commento

Pur con un dato di leggero aumento (+0,1%) tra novembre e dicembre 2015, la disoccupazione sembra aver intrapreso un cammino di ridimensionamento stabile. Se la tendenza fa ben sperare, è la sua entità che appare troppo debole e lo vediamo nel confronto con gli altri paesi europei dove l'Italia mostra una disoccupazione ben superiore alla media e rispetto a Francia e Germania (si veda la **Figura 15**). Molto più tonica invece la discesa della disoccupazione giovanile che nel solo secondo semestre del 2015 si è portata dal 44,2% al 37,9% attuale.



Figura 13: Tassi occupazione e inattività da gennaio 2014 a dicembre 2015 (Elaborazione su dati Istat)

Forte riduzione nel 2015 delle ore di cassa integrazione autorizzate; tuttavia se si osserva, nella **Figura 14**, come questo dato sia bruscamente diminuito dal primo trimestre del 2015 senza osservare una tendenza, ma piuttosto mostrando una limatura, la sensazione è che questa riduzione sia più da attribuire a una scadenza dei termini del trattamento sociale piuttosto che a una reale minore incidenza delle situazioni di crisi aziendali. Si deve comunque rilevare che a gennaio 2016 vi è stata una forte ripresa delle ore autorizzate: 56,9 milioni di ore contro le 50,5 milioni di ore autorizzate nel gennaio 2015, l'incremento è del 12,8%.

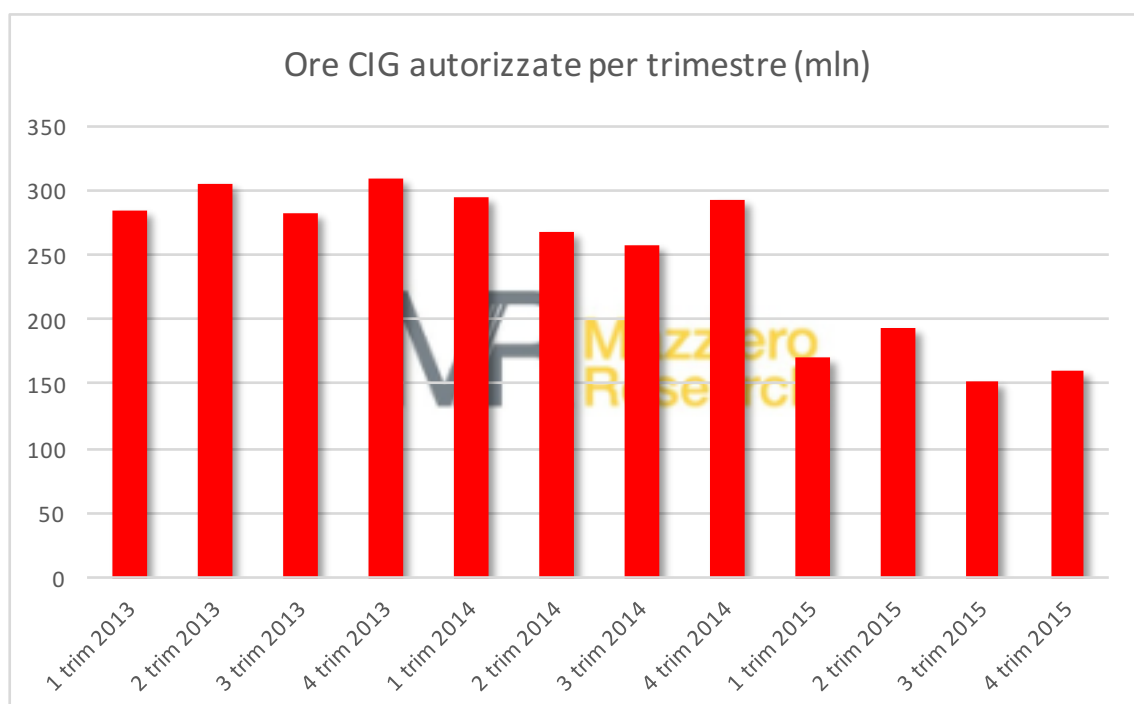
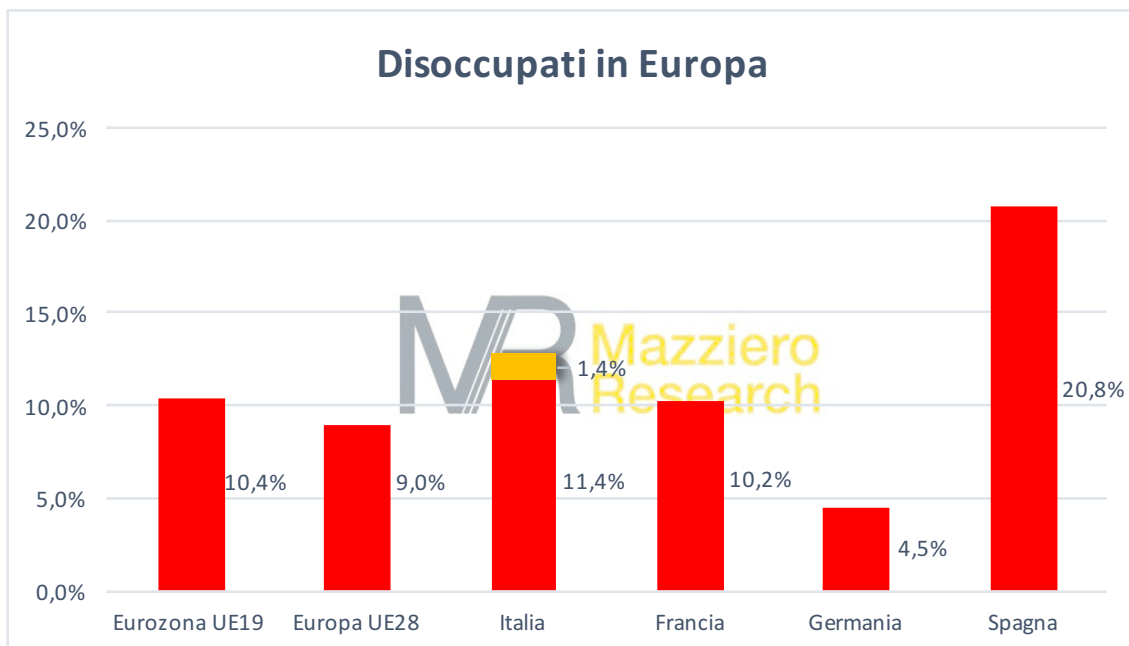


Figura 14: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2013 al 2015 (Fonte: Inps)





*Figura 15: Disoccupazione in Europa a dicembre 2015  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Grazie alle rilevazioni Istat è possibile osservare anche una serie di dinamiche relative alle nuove creazioni di posti di lavoro, si veda la **Tabella 19**.

La ripartizione per sesso mostra, ad esempio, che i nuovi 109 mila posti di lavoro creati nel 2015 sono pressoché a paraggio maschile (+132 mila) mentre le donne hanno perso posti di lavoro (-23 mila) e sebbene apparentemente la disoccupazione femminile sia calata di 209 mila unità, gran parte di queste (154 mila) sono confluite fra gli inattivi.

#### PROSPETTO 2. POPOLAZIONE PER CONDIZIONE E SESSO

Dicembre 2015, dati destagionalizzati

	Valori assoluti (migliaia di unità)	Variazioni congiunturali				Variazioni tendenziali	
		Dic15 Nov15 (assolute)	Dic15 Nov15 (percentuali)	Ott-Dic15 Lug-Set15 (assolute)	Ott-Dic15 Lug-Set15 (percentuali)	Dic15 Dic14 (assolute)	Dic15 Dic14 (percentuali)
<b>MASCHI</b>							
Occupati	13.135	-12	-0,1	2	0,0	132	1,0
Disoccupati	1.646	36	2,3	-6	-0,4	-45	-2,6
Inattivi 15-64 anni	4.966	-41	-0,8	-21	-0,4	-170	-3,3
<b>FEMMINE</b>							
Occupati	9.335	-9	-0,1	-28	-0,3	-23	-0,2
Disoccupati	1.252	-18	-1,4	-65	-4,8	-209	-14,3
Inattivi 15-64 anni	9.120	22	0,2	53	0,6	154	1,7
<b>TOTALE</b>							
Occupati	22.470	-21	-0,1	-26	-0,1	109	0,5
Disoccupati	2.898	18	0,6	-70	-2,4	-254	-8,1
Inattivi 15-64 anni	14.086	-19	-0,1	32	0,2	-15	-0,1

*Tabella 19: Ripartizione della condizione lavorativa per sesso  
(Fonte Istat)*



**PROSPETTO 4. OCCUPATI PER POSIZIONE PROFESSIONALE E CARATTERE DELL'OCCUPAZIONE**  
Dicembre 2015, dati destagionalizzati

	Valori assoluti (migliaia di unità)	Variazioni congiunturali				Variazioni tendenziali	
		Dic15 Nov15	Dic15 Nov15	Ott-Dic15 Lug-Set15	Ott-Dic15 Lug-Set15	Dic15 Dic14	Dic15 Dic14
		(assolute)	(percentuali)	(assolute)	(percentuali)	(assolute)	(percentuali)
Occupati	22.470	-21	-0,1	-26	-0,1	109	0,5
Dipendenti	17.073	33	0,2	36	0,2	247	1,5
Permanenti	14.651	31	0,2	67	0,5	135	0,9
A termine	2.422	3	0,1	-31	-1,3	113	4,9
Indipendenti	5.397	-54	-1,0	-62	-1,1	-138	-2,5

*Tabella 20: Ripartizione occupati per tipologia di rapporto di lavoro  
(Fonte Istat)*

Un ulteriore elemento di valutazione è il numero di nuovi contratti di lavoro dipendente che ammonta a 247 mila unità, di cui 135 mila a tempo indeterminato e 113 mila a termine. Si può osservare nella **Tabella 20** che la quasi totalità dei dipendenti permanenti (135 mila) si contrappone a una riduzione dei lavoratori indipendenti (138 mila), segno evidente che i nuovi posti di lavoro a tempo indeterminato sono stati guidati dai vantaggi fiscali introdotti dal Jobs Act, provvedimento che, attraverso costi di decontribuzione finanziati dalla collettività, non ha favorito nuova occupazione, ma solamente una trasformazione degli impieghi a termine.

Un'ulteriore prospettiva di analisi è come i nuovi occupati siano ripartiti per classi di età (si veda la **Tabella 21**), la fotografia che appare è contro intuitiva e inaspettata, sebbene avessimo già fatto un accenno nello scorso numero dell'Osservatorio.

La fascia degli ultracinquantenni è quella che vede il maggior numero di nuovi occupati (+189 mila) seguita dalla fascia giovanile tra i 15 e 24 anni (+41 mila), invece le fasce tra 25 e 34 anni e tra i 34 e i 49 anni perdono rispettivamente 40 mila e 81 mila occupati.

Occorre considerare, a tal proposito, che per rientrare nella categoria degli occupati è sufficiente aver svolto almeno un'ora di lavoro settimanale, cosa ben differente da una reale occupazione che consente di trarre le necessarie risorse economiche per vivere (si veda anche il **Riquadro 11**).

**Riquadro 10**

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.

PROSPETTO 5. POPOLAZIONE PER CONDIZIONE E CLASSI DI ETÀ'. Dicembre 2015, dati destagionalizzati

	Valori assoluti (migliaia di unità)	Variazioni congiunturali				Variazioni tendenziali	
		Dic15 Nov15 (assolute)	Dic15 Nov15 (percentuali)	Ott-Dic15 Lug-Set15 (assolute)	Ott-Dic15 Lug-Set15 (percentuali)	Dic15 Dic14 (assolute)	Dic15 Dic14 (percentuali)
<b>15-24 ANNI</b>							
Occupati	952	3	0,4	9	0,9	41	4,5
Disoccupati	581	-1	-0,2	-19	-3,1	-58	-9,0
Inattivi	4.386	-4	-0,1	2	0,0	-26	-0,6
<b>25-34 ANNI</b>							
Occupati	4.079	20	0,5	-29	-0,7	-40	-1,0
Disoccupati	841	10	1,2	-8	-0,9	-80	-8,7
Inattivi	1.913	-26	-1,3	21	1,1	89	4,9
<b>35-49 ANNI</b>							
Occupati	9.965	-18	-0,2	-49	-0,5	-81	-0,8
Disoccupati	968	13	1,4	-40	-4,0	-159	-14,1
Inattivi	2.894	10	0,3	-1	0,0	-18	-0,6
<b>50 ANNI E PIU'</b>							
Occupati	7.473	-25	-0,3	43	0,6	189	2,6
Disoccupati	508	-3	-0,6	-3	-0,7	43	9,1
Inattivi	17.495	22	0,1	65	0,4	96	0,6
Inattivi 50-64 anni	4.893	1	0,0	9	0,2	-60	-1,2

Tabella 21: Ripartizione della condizione lavorativa per classi di età (Fonte Istat)

Tuttavia proprio in queste fasce di età diminuiscono anche i disoccupati, ma mentre per le persone tra i 25 e 34 anni il minore numero di disoccupati è più che compensato da un incremento degli inattivi, ciò non avviene per la fascia di 35-49 anni in cui si ha una riduzione di occupati, disoccupati e inattivi.

È un fenomeno abbastanza insolito e potrebbe indicare un'emigrazione di persone nella fascia fra i 35 e 49 anni, spinti dalle scarse possibilità di impiego nel nostro Paese.

**Riquadro 11**

**Disoccupati:** persone non occupate tra i 15 e 74 anni che hanno svolto un'azione attiva di ricerca di lavoro.

**Occupati:** persone oltre i 15 anni che hanno svolto almeno un'ora settimanale di lavoro o che sono state assenti per ferie o malattia.

**Forze di lavoro:** comprendono occupati e disoccupati.

**Inattivi:** persone che non fanno parte delle forze di lavoro e quindi non sono né occupati né disoccupati.

**Tasso di disoccupazione:** rapporto tra le persone in cerca di occupazione e le corrispondenti forze di lavoro.

**Tasso di occupazione:** rapporto tra gli occupati e la popolazione di riferimento.

**Tasso di inattività:** rapporto tra le persone non appartenenti alle forze di lavoro e la corrispondente popolazione di riferimento.

## Approfondimenti

### *Bad bank o GACS - il miracolo (improbabile) delle sofferenze bancarie italiane*

(Il commento)  
di *Andrew Lawford, CFA*

GACS è l'acronimo di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze, un termine che viene utilizzato al posto di "Bad Bank" per il semplice motivo che all'Europa non è piaciuta l'idea che le banche italiane potessero godere degli aiuti dello Stato, così come le banche in Irlanda e Spagna negli ultimi anni.

È servita una regola europea per garantire un fatto che dovrebbe essere scontato: se una banca fallisce, i suoi azionisti e obbligazionisti dovrebbero subire delle perdite. Ma come altre regole europee che incentivano comportamenti virtuosi (qualcuno si ricorda i parametri del Trattato di Maastricht, rispettati da pochissimi membri dell'UE?), una volta create, si trova subito il modo per aggirarle.

Così, il Governo italiano, insieme ai suoi advisor, ha deciso che serviva qualcosa di innovativo. A sentire quanto si dichiara a proposito del progetto GACS, non solo non costituisce un aiuto di stato per le banche, ma dovrebbe generare dei flussi di cassa positivi per lo stato. Com'è possibile?

Per capire la genialità del sistema, bisogna fare un passo indietro e guardare le origini del problema. La recessione che ha colpito l'Italia in questi ultimi anni ha portato un incremento graduale ma notevole delle sofferenze nel sistema bancario. Si stima che queste sofferenze siano superiori ai 200 miliardi di euro, ovvero 60 miliardi di euro se si considerano al netto degli accantonamenti già effettuati. Il problema però è che il sistema bancario italiano non ha la capacità di assorbire questo livello di sofferenze, come uno sguardo all'elenco delle banche

principali italiane renderà subito chiaro (si veda la Tabella 1). Le 12 banche dell'elenco, che comprendono la maggior parte dei gruppi bancari italiani di un certo peso, capitalizzano circa 79 miliardi di euro attualmente; come può questa fetta sottile di patrimonio netto fare fronte a sofferenza dell'entità menzionata sopra?

Il sistema del bad bank è piuttosto semplice: lo Stato crea una banca nuova, che esiste per prendersi carico delle sofferenze, naturalmente acquistandole con soldi dello Stato. Il prezzo pagato per queste sofferenze, che è bene ricordarsi risultano come attivi delle varie banche italiane, probabilmente non arriva al valore di libro, tuttavia risulta superiore al prezzo che sarebbe riconosciuto da un acquirente specializzato nel settore (solitamente fondi hedge o di private equity). Lo Stato, a quel punto, resta con il cerino acceso in mano, ovvero si trova a dover gestire al meglio le sofferenze che ha acquistato, un impegno notevole e dai risultati piuttosto incerti.

<b>Banca</b>	<b>Capitalizzazione (€ miliardi) - 12 febbraio 2016</b>
<b>Intesa</b>	40
<b>Unicredit</b>	20
<b>UBI</b>	3
<b>Popolare di Milano</b>	2,8
<b>Banco Popolare</b>	2,6
<b>Banca Generali</b>	2,5
<b>BPER</b>	2
<b>Credem</b>	1,9
<b>Popolare di Sondrio</b>	1,4
<b>MPS</b>	1,3
<b>Credito Valtellinese</b>	0,68
<b>Carige</b>	0,37
<b>Totale</b>	<b>78,55</b>

*Tabella 1: Capitalizzazione delle principali banche italiane  
Fonte: Bloomberg*

Dato che questo sistema non poteva essere utilizzato, è stato inventato GACS, che permette alle banche di cartolarizzare le sofferenze e venderle a degli enti privati (probabilmente fondi hedge e private equity), ma ad un prezzo superiore al mercato perché godranno di una garanzia dello Stato. Sembra un'ottima soluzione, se non fosse per qualche piccolo dettaglio non di poco conto:

- solo le *tranche* senior verranno garantite dallo Stato;
- gli acquirenti delle *tranche* senior dovranno pagare per ottenere la garanzia dello Stato;
- il programma è facoltativo per le banche.

Da questi tre punti, derivano diverse domande:

- se la garanzia dello Stato si paga a parte, per quale motivo gli acquirenti delle *tranche* senior dovrebbero pagare un prezzo superiore al valore di mercato per le sofferenze acquistate?
- qual è l'incentivo per acquistare le *tranche* junior?
- se le banche non sono obbligate a partecipare a questo meccanismo e i prezzi che possono realizzare attraverso la cartolarizzazione non sono meglio di quelli di mercato, in che modo il sistema GACS risolve l'attuale problema?
- se il Ministero delle Finanze ha dichiarato che prevede dal sistema GACS un effetto positivo sia per le casse dello Stato che per le banche, come ha fatto a convincere gli acquirenti potenziali della bontà dell'operazione?

Che qualcosa stoni in tutto questo è evidente se si considera che, già da anni, diversi fondi internazionali hanno cercato di acquistare pacchetti di crediti in sofferenza dalle banche italiane, le quali però hanno preferito tenerseli per non realizzare delle perdite. Il Financial Times<sup>1</sup> stima che appena 10 miliardi di euro di sofferenze sono state cedute a dei fondi d'investimento durante l'intero anno 2015 -

---

<sup>1</sup> <https://next.ft.com/content/ef7fe9e8-c4do-11e5-b3b1-7b2481276e45>

sicuramente non una cifra che farà cambierà la sorte del sistema bancario italiano.

Anche le dichiarazioni degli analisti e giornalisti indicano che l'esito dell'operazione rimane alquanto incerto:

“Rispetto all'Irlanda e alla Spagna questa garanzia non risolve il problema della differenza significativa che c'è tra il valore di bilancio delle banche e quanto il mercato è disposto a pagare per queste sofferenze.” Mirko Sanna (Standard & Poor's).

Chiede il noto economista Marco Onado su Il Sole 24 Ore in un articolo eccellente<sup>2</sup>: “Come si fa a trovare un prezzo che sia sufficientemente basso da attrarre un operatore di mercato e sufficientemente alto da evitare ulteriori perdite alle banche?”

Si consideri anche che le prime cartolarizzazioni non verranno vendute fino ad aprile e l'incertezza di cui il mercato è in preda attualmente sembra destinata a continuare.

Alzando lo sguardo dall'Italia per guardare la situazione europea, ci si domanda se anche la Germania rispetterebbe il divieto agli aiuti di stato qualora le difficoltà della Deutsche Bank continuassero. Che i problemi potrebbero essere ingenti, si capisce dal fatto che l'AD della banca ha dovuto rilasciare una dichiarazione che la DB è “solida come una roccia”, un sentimento ripreso poi dal Ministro delle Finanze tedesche. Se si considera l'assioma politico, attribuito a Bismarck, che “non bisogna mai credere a qualcosa fino alla smentita ufficiale”, la situazione potrebbe deteriorare notevolmente nel corso dell'anno.

L'unica vera conclusione è che il sistema bancario italiano (e non solo) ha bisogno di capitale - molto capitale. Il patrimonio netto di qualsiasi azienda serve per coprire il buco lasciato da investimenti

---

<sup>2</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-01-26/una-doppia-garanzia-rafforzare-bad-bank--071203.shtml>

sbagliati; questi investimenti sbagliati, nel caso di una banca, si chiamano “sofferenze”. Il sistema bancario italiano in tutta probabilità sarebbe riuscito, prima dell’attuale periodo di turbolenza, a fare aumenti di capitali ingenti, anche se il costo era quello di fare entrare investitore strategici stranieri e diluire moltissimo gli azionisti attuali delle banche. Non si è voluto fare così, perché si pensava a “tirare a campare” in altro modo, e soprattutto a mantenere certi equilibri di potere. Forse finalmente si potrà imparare la lezione che anche le banche devono pagare per i loro errori; a quel punto il settore potrà essere ripulito e ripartire con le fondamenta solide.



## *Interessi passivi e politiche economiche: un segnale della dissoluzione europea?*

(Note economiche)  
di *Gabriele Serafini*

In questa Nota facciamo seguito a quanto scritto nel numero precedente di questo Osservatorio<sup>1</sup>, in merito all'attuale politica di tassi di interesse negativi stabilita dalla Banca Centrale Europea (BCE), perché è emersa una novità che riteniamo opportuno trattare.

Ricordiamo che, dal punto di vista della politica economica, ed in particolare della politica monetaria, la statuizione di tassi negativi corrisponde ad un incentivo all'impiego della liquidità disponibile per gli enti creditizi tramite prestiti alla clientela, sia essa privata o pubblica. Questo incentivo agisce, però, in negativo, ossia tramite la previsione di un costo in caso di mancati prestiti e quindi di un deposito della liquidità presso la BCE da parte degli Istituti di credito<sup>2</sup>.

In merito a questo, nelle righe che seguono vogliamo attirare l'attenzione su un provvedimento normativo italiano, contenuto nella Legge di stabilità per il 2016 che è stata approvata a fine dicembre ed entrata in vigore il 1 gennaio di questo anno.

I commi 67, 68 e 69 dell'unico articolo della Legge di Stabilità per il 2016, infatti, modificano la fiscalità degli Istituti di credito italiani in una direzione strettamente collegata a questi tassi di interesse negativi. In particolare, si prevede, sia per quanto riguarda l'IRES (Imposta sul

---

<sup>1</sup> Quaderno di Ricerca, anno 5, n. 4, pp. 32 e ss..

<sup>2</sup> Useremo varie locuzioni per definire sempre gli stessi enti: istituti di credito; enti finanziari; banche, ecc..

reddito delle società), che per quanto riguarda l'IRAP (Imposta regionale sulle attività produttive), un aumento della deducibilità degli interessi passivi sostenuti dagli enti finanziari.

In ambito IRES, nella versione precedente la Legge di stabilità, l'art. 96, co. 5-bis, del TUIR (Testo Unico delle Imposte sui Redditi) stabiliva una limitazione alla deducibilità degli interessi passivi da parte delle banche e di altri soggetti finanziari, che oggi è stata abrogata dal comma 67 della Legge di stabilità. Per la base imponibile IRAP, invece, l'articolo 6, co. 8, del D.Lgs. 446/97 (decreto che ha istituito l'IRAP), nella versione precedente prevedeva che gli interessi passivi sostenuti dagli enti finanziari facessero parte del Valore della produzione da assoggettare all'imposta (ossia che non fossero deducibili); oggi, invece, il comma 68 della Legge di stabilità ha soppresso questa previsione e quindi si stabilisce la deduzione integrale degli stessi.

Entrambi i provvedimenti agiscono in direzione di ridurre il carico fiscale delle imprese bancarie e finanziarie e fin qui - nonostante nella stessa Legge si stabilisca un aumento della aliquota IRES di 3,5 punti percentuali per gli stessi soggetti - non ci sarebbe nulla di dire. La questione che a noi interessa, infatti, non riguarda il modo di fare politica economica e neppure il contenuto della politica economica stessa, ben potendosi prevedere un aumento dell'aliquota IRES e contestualmente stabilire che alcune voci non debbano più far parte della sua base imponibile. Tuttavia, queste norme intervengono anche sul rapporto fra la politica economica nazionale e quella stabilita dalla BCE, oltre che porre un problema circa la natura stessa di una politica economica.

Mentre la BCE, infatti, aumenta il costo sostenuto dalle banche che non prestano moneta ai clienti, il Governo ed il Parlamento italiano lo riducono e le due azioni contrastanti indicano da un lato la possibilità

concreta di un'azione contraddittoria connaturata con il proliferare di diversi centri decisionali politici in Europa, e dall'altro come non sia teoricamente corretto ipotizzare un'indipendenza della politica monetaria rispetto alla politica fiscale.

In merito al primo punto (più centri decisionali), l'attribuzione alla BCE della politica monetaria fu stabilita da diverse norme dell'Unione Europea (UE) perché si voleva sottrarre alle singole autorità politiche dei Paesi membri il potere di 'stampare moneta' e stabilire i tassi di interesse. Il fine era quello di combattere sia l'inflazione che l'innalzamento della spesa pubblica, fosse essa alta per via delle spese primarie (ossia senza considerare gli interessi passivi sul debito pubblico) superiori alle entrate oppure per gli alti tassi di interesse reali sul debito pubblico. Come sappiamo la riduzione dell'inflazione è stata ottenuta, mentre il contenimento della spesa pubblica, almeno rispetto alle grandezze macroeconomiche, decisamente no. Anzi, il debito pubblico italiano è aumentato di molto, sia in termini nominali che reali ed in rapporto al PIL, a partire dal 1981 - anno di inizio della sua crescita - proprio per l'innalzamento dei tassi di interesse reali pagati ogni anno ai detentori di Titoli di stato che avrebbero invece dovuto spingere verso una sua riduzione<sup>3</sup>. Non entriamo nella spiegazione di questa ulteriore contraddizione.

---

<sup>3</sup> Senza entrare nel dettaglio, autorevoli economisti quali Mario Arcelli (Arcelli M., *Economia e politica monetaria*, ed. II, CEDAM, Padova, 1988, pp. 42 e ss.) ricordavano come fosse obiettivo delle autorità monetarie e politiche italiane nel 1981 (in particolare si trattava di Carlo Azeglio Ciampi in qualità di Governatore della Banca d'Italia e Beniamino Andreatta in qualità di Ministro del Tesoro), mediante il cosiddetto "divorzio Tesoro-Banca d'Italia", spingere per una riduzione della spesa pubblica tramite un innalzamento dei tassi di interesse reali che avrebbe dovuto indurre le autorità politiche a bilanciare la maggiore spesa reale per interessi passivi - che sarebbe stata conseguente al divorzio - con una minore spesa classificata in altri Capitoli del Bilancio pubblico (ad esempio, ipotizziamo, la spesa per consumi o investimenti pubblici). Come noto, questa riduzione sostitutiva non è avvenuta.

In merito al secondo punto (indipendenza delle politiche economiche), invece, il prevedere che la politica monetaria fosse stabilita dalla BCE, per separarla dalla politica nazionale, poteva corrispondere alla supposizione di una indipendenza fra la stessa politica monetaria stabilita, a livello europeo, e la politica fiscale, che sarebbe rimasta (ed ancora rimane) nelle disponibilità di ciascun Governo e Parlamento nazionali dei Paesi membri dell'UE. I commi che abbiamo richiamato della Legge di stabilità, invece, ci insegnano che la politica economica non può essere realizzata in modo coordinato da diversi soggetti indipendenti e questo proprio perché la realtà fattuale nega la validità della stessa impostazione teorica che spinse per realizzare una BCE indipendente.

Pertanto, dal punto di vista pratico, più centri decisionali indipendenti realizzano politiche economiche non necessariamente coordinate, ed anzi contrastanti perché non esiste una politica economica teoricamente corretta e, dal punto di vista teorico, la politica monetaria e la politica fiscale non possono essere ritenute indipendenti ben potendo agire tramite diversi strumenti sulle medesime variabili.

Ripercorrendo brevemente la recente storia di questi fatti, possiamo ricordare che:

1. La politica di diminuzione dell'inflazione perseguita dai differenti Paesi europei dai primi anni Ottanta del Novecento provocò - tramite l'innalzamento degli stessi tassi di interesse reali conseguente - l'inizio della crescita del debito pubblico nominale (che oggi deprechiamo come se fosse stata opera di altre cause).

2. La stessa diminuzione dell'inflazione causò una riduzione della crescita nominale del PIL e un aumento del rapporto Debito/PIL (oltre che Deficit/PIL) che fu poi messo alla base dei vincoli per costituire la stessa Unione Monetaria.

3. Con questa azione (riduzione dell'inflazione e innalzamento dei saggi di interesse reali) si sarebbe voluto indurre (cosa che invece non avvenne contro le stesse aspettative degli artefici) una contrazione della spesa pubblica che non avrebbe potuto agire sugli interessi passivi sui debiti pubblici, dato che i saggi di interesse erano stati sottratti alla determinazione politica di ciascun Paese membro.

4. Impostata la base per l'indipendenza della (futura) BCE, è chiaro che volendo una politica monetaria indipendente, non ci si sarebbe potuti affidare alla buona volontà degli stati membri, perché altrimenti non ci sarebbe stata la necessità tecnica di creare dei centri decisionali monetari europei separati da quelli nazionali.

5. Arrivando ai giorni nostri, è quindi chiaro che - come ci insegnano questi provvedimenti della Legge di stabilità - non è concretamente possibile separare la politica monetaria da quella fiscale e la separazione fra i centri decisionali, lungi dall'essere garanzia di una applicazione corretta di una teoria corretta, riduce invece le possibilità di coordinamento delle politiche economiche realizzate dai differenti Paesi membri.

Ribadiamo che in questa sede non ci interessa stabilire se sia corretto o meno, in questo momento storico, incentivare o meno gli impieghi di liquidità nel settore reale dell'economia da parte degli Istituti di credito. È però necessario, perché più che mai evidente, che se la BCE sostiene una politica e il Governo e Parlamento italiani una politica opposta, delle due l'una: o si ritiene implicitamente che la politica europea debba tracciare linee generali che poi ci si aspetta che siano modificate dai governi nazionali in funzione delle diverse esigenze - ed allora non esiste una teoria economica valida per tutte le situazioni e quindi bisogna discutere ogni volta se la politica attuata sia corretta o meno politicamente - oppure si ritiene che le due politiche (di BCE e

dell'Italia) siano in contrasto – ancorché non dichiarato – ed allora esistono interessi nazionali contrastanti e quindi (di nuovo) non può esistere ‘una’ politica economica corretta ma solo delle politiche economiche stabilite per via politica.

Le due alternative, però, si possono comporre e superare tramite una visione dell'economia non come una scienza del funzionamento meta-storico della realtà umana ma come una scienza situata storicamente e collocata all'interno delle istituzioni e delle società concrete, che ne stabiliscono gli assunti, gli obiettivi ed i mezzi per realizzarli. Se questo fosse vero, la formulazione dei quadri teorici di riferimento e dei mezzi da implementare per gli obiettivi da raggiungere, sarebbero dipendenti dal contesto di riferimento storico-sociale e, per giungere al concreto, anche questi provvedimenti opposti da parte di BCE e Governo e Parlamento italiani sarebbero un importante segnale di contrasti sopiti e di un imminente cambiamento dell'Unione Europea.

Se lo stimolo europeo al prestito di moneta, infatti, si ritiene in Italia che contrasti con la situazione economica degli Istituti di credito (ma allora non si capirebbe il perché dell'aumento dell'aliquota IRES) oppure con il loro rischio di peggiorare la situazione della qualità del credito erogato<sup>4</sup>, non solo l'indipendenza teorica della politica monetaria sarebbe invalidata - come vediamo nei suoi effetti pratici - ma gli interessi nazionali italiani si starebbero rilevando in contrasto con quelli europei. Se fosse così anche per altre nazioni europee - e non si vede perché non dovrebbe esserlo dato che, se l'Italia ritiene di dover applicare politiche diverse, già di per sé si qualifica per differenza la politica delle altre nazioni - allora non si dovrebbe più parlare di interessi europei ma solo di interessi nazionali, perché i Paesi membri

---

<sup>4</sup> Potrebbe ritenersi che se le banche prestassero più denaro peggiorerebbe la loro situazione di rischiosità.

avrebbero interessi contrastanti con l'Unione di cui fanno parte e l'Unione stessa perderebbe di significato.

Ad oggi non sappiamo se, in questo caso concreto, si tratti di un contrasto particolare (solo sui bilanci bancari) o generale (sugli interessi dei Paesi membri) ma dai livelli più concreti a quelli più squisitamente teorici, l'economia emerge come una scienza fondata su dei modelli di riferimento che condizionano, appunto, le ipotesi validanti le scelte di politica economica. Pertanto, invece di formulare delle ipotesi economiche sulla base di stime econometriche circa il possibile andamento dell'economia futura, si dovrebbe comprendere che le stime econometriche dipendono proprio dai modelli teorici che le costruiscono per ipotizzare l'andamento futuro dell'economia.

Solo in questo modo, prima di ipotizzare la necessità di una indipendenza dei centri decisionali perché realizzino politiche corrette, si potrebbe riflettere sulle decisioni da prendere per creare, solo successivamente, dei centri decisionali per implementarle, qualsiasi decisione si voglia prendere.

Il processo di convergenza economica fra i Paesi membri, che nei primi anni dell'Unione europea si era ipotizzata, ad esempio, non si è realizzata e non sembra realizzarsi e quindi, invece di perpetuare istituzioni le cui politiche non sia possibile coordinare, si dovrebbe oggi curare il coordinamento delle politiche economiche tramite differenti istituti giuridici ed economici; tuttavia, se 'una' politica comunitaria non potesse proprio esistere per le differenze degli interessi e delle situazioni economiche e sociali dei differenti Paesi membri dell'UE, anche dei (tutto sommato innocui) provvedimenti come questi della Legge di stabilità potrebbero essere il segnale di una divergenza 'necessaria' delle politiche nazionali e quindi di una dissoluzione delle stesse Istituzioni europee, almeno nella loro forma attuale.

## Conclusioni

Lo 0,4% di crescita nel primo trimestre, dopo tre anni e mezzo di recessione, ci aveva fatto ben sperare, lo 0,3% del secondo trimestre era un normale ripiegamento ciclico, lo 0,2% del terzo trimestre iniziava a porre qualche dubbio sulla reale portata della ripresa e poi la doccia fredda dello 0,1% nell'ultimo quarto ci ha riportato alla cruda realtà.

Ci troviamo di fronte a una sequenza preoccupante, che se non arrestata ci potrebbe far ripiombare in un'altra recessione, senza averci mai dato la reale sensazione di aver superato quella precedente.

Eppure il 2015 doveva essere l'anno della svolta, grazie al petrolio a buon mercato, ai bassi tassi d'interesse e agli acquisti delle banche centrali; invece, siamo riusciti a fare anche peggio dei nostri partner europei.

Se la ripresa è svanita, il debito pubblico resta in agguato, dopo la discesa di 42 miliardi a dicembre, che l'ha portato a 2.170 miliardi, riprenderà a salire già dal primo mese del 2016 fino a 2.188 miliardi per raggiungere nuovi massimi assoluti tra 2.239 e 2.255 nel mese di maggio.

Le cinture, almeno per il momento, vanno mantenute allacciate.

*Maurizio Mazziero*

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

I modelli previsionali della Mazziero Research stimano un aumento del debito pubblico per il mese di gennaio 2016 a 2.188 miliardi di euro, con un intervallo di confidenza compreso tra 2.185 e 2.190 miliardi.

Continuerà a salire sino a maggio quando segnerà un nuovo massimo storico tra 2.239 e 2.255 miliardi, a cui seguirà un calo nel mese di giugno verso un valore compreso tra 2.227 e 2.246 miliardi.

### **Nota per la distribuzione**

Questo studio è libero.

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

### **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

- Ansa, *Bce, Draghi: "Forze globali frenano inflazione"*, 5 febbraio 2016
- 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, *Moneta e Banche*
- Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre 2014
- Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
- Corriere.it, *Voluntary disclosure, 130 mila domande e 4 miliardi di incassi*, 9 dicembre 2015
- CNA, *Comunicato stampa sul credito*, 12 novembre 2015
- Censis, *49° Rapporto sulla situazione sociale del Paese/2015*, 4 dicembre 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
- Dbrs, *DBRS Confirms Italy at A (low), Stable Trend*, 25 settembre 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 5 febbraio 2016
- Fitch, *Fitch Upgrades Ireland to 'A'; Outlook Stable*, 5 febbraio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Croatia at 'BB'; Outlook Negative*, 29 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB+'; Outlook Stable*, 29 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA'; Outlook Negative*, 22 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Malta at 'A'; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 11 dicembre 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Sweden at 'AAA'; Outlook Stable*, 11 dicembre 2015
- Fitch, *Fitch Affirms UK at 'AA+'; Outlook Stable*, 11 dicembre 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Estonia at 'A+'; Outlook Stable*, 20 novembre 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
- 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, *Commercio al dettaglio*
- 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, *Rapporto sul debito pubblico 2014*, 30 novembre 2015  
 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  
 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  
 Standard & Poor's, *Slovak Republic 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 29 gennaio 2016  
 Standard & Poor's, *Greece Upgraded To 'B-' From 'CCC+' On Reform Progress; Outlook Stable*, 22 gennaio 2016  
 Standard & Poor's, *Belgium Affirmed At 'AA/A-1+' As Economic Recovery And Reforms Support Its Fiscal And External Positions; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016  
 Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016  
 Standard & Poor's, *Slovenia 'A-/A-2' Ratings Affirmed; Outlook Remains Positive*, 18 dicembre 2015  
 Standard & Poor's, *United Kingdom Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Remains Negative On EU Referendum Uncertainties*, 11 dicembre 2015  
 Standard & Poor's, *Ratings On Estonia Affirmed At 'AA-/A-1+'; Outlook Stable*, 11 dicembre 2015  
 Standard & Poor's, *Republic of Ireland 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 4 dicembre 2015  
 Standard & Poor's, *Long-Term Ratings On The Netherlands Raised To 'AAA' On Stronger-Than-Expected Economic Growth Prospects; Outlook Stable*, 20 novembre 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  
 Ufficio Parlamentare di Bilancio, *La legge di stabilità per il 2016 nel quadro programmatico dei conti pubblici*, 3 febbraio 2016  
 Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione nell'ambito dell'esame della manovra economica 2016-2018*, 3 novembre 2015

## **Comitato di Redazione**

*Maurizio Mazziro è un 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 Mazziro 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.*

*Andrew Lawford, CFA è 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.*

## **Comitato Scientifico**

*Paola Paoloni è Professore Associato presso l'Università "Niccolò Cusano" di Roma, Facoltà di Economia. Insegna Economia Aziendale ed Economia delle aziende e delle amministrazioni pubbliche.*

*Le sue principali aree di ricerca sono: gestione delle piccole imprese e reporting finanziario, l'imprenditorialità femminile; misurazione e gestione del capitale intellettuale.*

*John Dumay is Associate Professor in Accounting at Macquarie University, Sydney. Originally a consultant he joined academia after completing his Ph.D. in 2008. His thesis won the European Fund for Management Development and Emerald Journals Outstanding Doctoral Research Award in the Knowledge Management category. John's research specialties are intellectual capital, knowledge management, non-financial reporting, research methods and academic writing. John has published over 40 peer reviewed articles in leading academic journals. He is also the Australasian Editor of the Journal of Intellectual Capital, Associate Editor of the eJournal of Knowledge Management and on the Editorial Board of Advice of the highly regarded Accounting, Auditing and Accountability Journal and several other international accounting journals.*

*Andrea Scozzari is Associate Professor of Mathematical Methods of Economics, Finance and Actuarial Sciences at the Faculty of Economics of Niccolò Cusano University in Rome, where he currently teaches Calculus and Mathematical Finance. He holds a Ph.D. in Operations Research from Sapienza University of Rome. His main research areas include mathematical programming and network optimization with application to portfolio selection, biproportional allocation, political districting and facility location problems.*

*Gabriele Serafini è ricercatore universitario e docente di Storia del pensiero economico e Statistica economica presso la Facoltà di Economia dell'Università Niccolò Cusano di Roma. I suoi interessi scientifici concernono le teorie della produzione e dei meccanismi di formazione dei prezzi, sia in relazione alla loro coerenza interna che alla loro evoluzione storica.*

*Aino Kianto - Lappeenranta University of Technology*

*Sladjana Cabrillo - Novi sad University*

# **Quaderno di Ricerca** Anno 6, Numero 1; ISSN 2283-7035

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

## **Italia economia a fine 2015**

### **I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research**

<i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 novembre 2015
<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

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

Vanzago, 17 febbraio 2016

**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 ©2016 – Tutti i diritti riservati**