

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2017

Italia economia a fine 2016

*Osservatorio trimestrale
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno VII - Numero 1

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

Estratto / Abstract:

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.

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

Sommario

Il barometro dell'economia italiana	Pag. 5
Introduzione	Pag. 7
I rating	Pag. 8
Il debito pubblico	Pag. 10
<i>Stime debito pubblico sino a giugno 2017</i>	Pag. 11
<i>330 euro a persona per i salvataggi bancari</i>	Pag. 13
<i>Quanti sono 2.218 miliardi?</i>	Pag. 14
<i>Gli aumenti di Iva e accise sono solo sospesi</i>	Pag. 15
<i>INPS: per la prima volta un patrimonio netto negativo</i>	Pag. 16
I contributi per la stabilità	Pag. 16
Le entrate e le uscite	Pag. 17
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 18
<i>Stima spesa per interessi a fine 2016</i>	Pag. 18
<i>Quanto rende investire in Bot</i>	Pag. 23
<i>Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?</i>	Pag. 24
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 26
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 27
<i>Il sistema dei pagamenti Target 2</i>	Pag. 30
L'inflazione	Pag. 33
La disoccupazione	Pag. 38
Approfondimenti	Pag. 41
<i>Il commento di Andrew Lawford: La morte sarebbe troppo semplice</i>	Pag. 41
<i>Note economiche di Gabriele Serafini: Protezionismo e mercati</i>	
<i>non concorrenziali</i>	Pag. 46
Conclusioni	Pag. 51
Bibliografia	Pag. 52

Gli autori di questo numero

Per l'Osservatorio:

Per gli Approfondimenti:

Maurizio Mazziero

Andrew Lawford

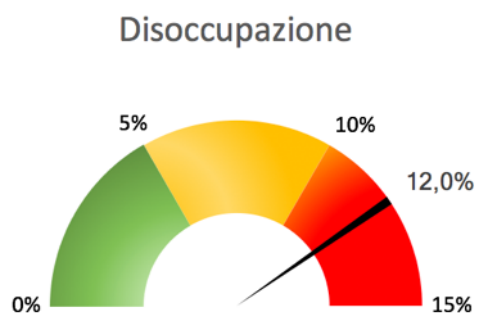
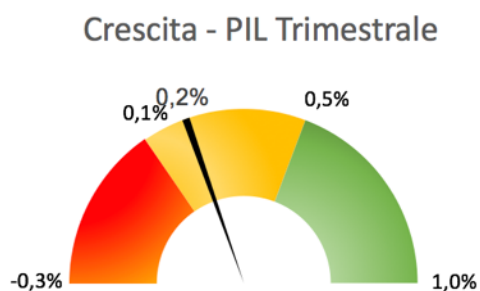
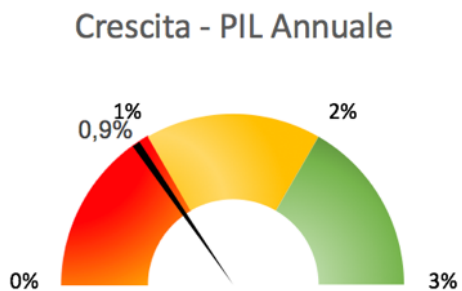
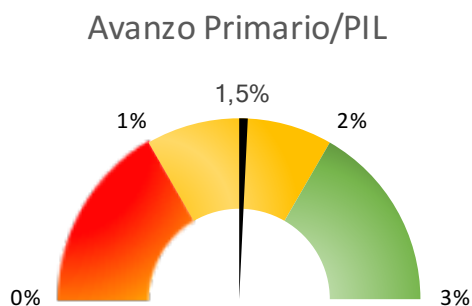
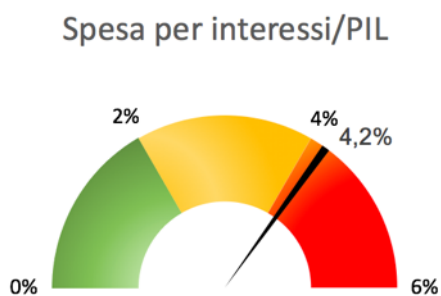
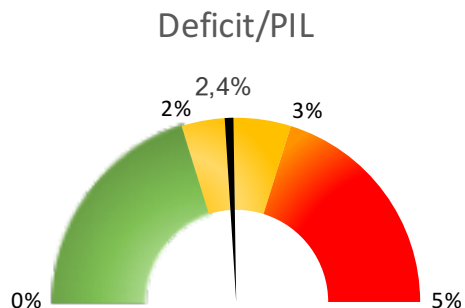
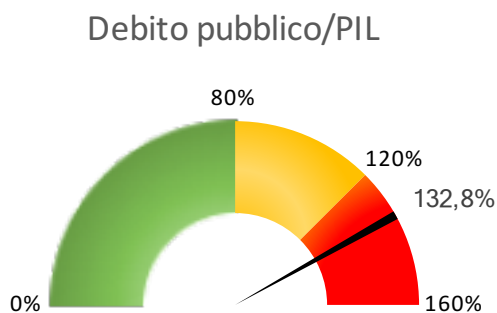
Gabriele Serafini

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

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

Il barometro dell'economia italiana

(Nota bene. L'utilizzo di questi indicatori è libero citando come fonte: Osservatorio dati economici – Mazziere Research)



Il barometro dell'economia italiana è un semplice strumento pensato per fornire un colpo d'occhio immediato sulla situazione economica del nostro paese. Di seguito vengono fornite alcune informazioni aggiuntive per l'interpretazione delle misurazioni.

Indicazioni generali

Il barometro presenta sei misurazioni per sei parametri economici distinti; ciascun indicatore semicircolare è composto da tre zone (quattro per l'inflazione) di colore differente:

- **Verde:** il valore è nella norma, l'indicazione è positiva.
- **Giallo:** il valore si trova in una zona che presenta delle criticità.
- **Rosso:** Il valore è al di fuori della normalità e richiede estrema attenzione.
- **Grigio (solo per inflazione):** deflazione, anomala quando è causata da una contrazione dei consumi.

Tutti i valori si riferiscono all'ultimo dato ufficiale disponibile.

Debito pubblico/PIL

Viene considerato normale un debito/PIL sino all'80%, che eccede i parametri di Maastricht ma è in linea con gli orientamenti del Fondo Monetario Internazionale. Mentre risulta patologico un rapporto superiore al 120%.

Deficit/PIL

Viene considerato normale un deficit/PIL sino al 2%, straordinariamente può portarsi sino al 3%, mantenendosi in linea con i parametri di Maastricht; mentre risulta allarmante il superamento di tale soglia.

Spesa per interessi/PIL

Viene considerato normale un rapporto spesa per interessi/PIL sino al 2%; costituisce una soglia di attenzione per valori compresi tra il 2 e il 4%, oltre tale soglia si entra in una zona di criticità soprattutto se i rendimenti dei titoli di Stato dovessero salire.

Avanzo primario/PIL

Questa misura è principalmente valutata in relazione al parametro precedente, in quanto rappresenta il valore che deve essere ottenuto per finanziare la spesa per interessi e contenere il deficit/PIL; ne consegue che un avanzo primario dell'1% è totalmente insufficiente, tra l'1 e il 2% presenta delle criticità in quanto non riesce a compensare una porzione sufficiente di spesa per interessi, mentre inizia ad essere positivo a partire dal 3%, tenendo comunque presente che se la spesa per interessi in rapporto al PIL è maggiore si continuerà ad andare in deficit e ad ampliare il debito.

Crescita – PIL annuale

Viene considerata scarsa una crescita al di sotto dell'1% annuo, contenuta sino al 2% e buona oltre tale soglia; questi valori sono definiti considerando le condizioni generali relative all'Unione Europea nel suo complesso e non possono essere raffrontate ad altri paesi.

Crescita – PIL trimestrale

La lettura congiunta fra PIL annuale e trimestrale permette di cogliere prontamente se vi sono segnali di miglioramento o arretramento; una lettura negativa e al di sotto dell'1% viene considerata insufficiente, tra lo 0,1 e lo 0,5% trimestrale contenuta, mentre si può definire buona oltre tale soglia.

Inflazione annuale (Indice IPCA)

Valori negativi indicano una deflazione: vi sono economie che presentano letture deflative pur avendo un buon livello di crescita (la Svizzera); quando invece la deflazione è generata da un calo dei consumi questo fatto assume un aspetto patologico. Valori compresi tra 0 e 2% sono considerati normali, mentre oltre questa soglia (che rappresenta l'obiettivo della BCE) iniziano ad apparire segnali di surriscaldamento dell'economia. Oltre il 4% la situazione potrebbe diventare critica e rendere sempre più difficile il suo contenimento.

Disoccupazione

Una disoccupazione entro il 5% indica di fatto piena occupazione, tra il 5 e il 10% dovrebbe suggerire degli sforzi per contenerla, oltre il 10% si può considerare critica.

*Se vuoi ispirare fiducia, dai molti dati statistici.
Non importa che siano esatti, neppure che siano comprensibili.
Basta che siano in quantità sufficiente.*
Lewis Carroll

Introduzione

Da un anno e mezzo inseriamo prima dell'introduzione una citazione che abbia attinenza con l'analisi dei dati e la statistica, è un modo per scherzare su quello che facciamo e non prenderci troppo sul serio.

In questo numero sembra che la citazione ci abbia proprio ispirato, visto che abbiamo aumentato le sezioni del nostro Osservatorio.

Umore a parte, i lettori più attenti avranno notato che prima di questa introduzione è stato inserito *Il barometro dell'economia italiana*, una pagina con otto indicatori dai colori vivaci studiati per fornire il colpo d'occhio sull'andamento del nostro Paese.

Incoraggiamo tutti coloro che troveranno utili questi indicatori a impiegarli nei propri studi o presentazioni, citando come fonte: Osservatorio dati economici – Mazziere Research.

Come sempre lo studio, giunto alla sua XXV uscita, è arricchito da molti grafici, tabelle e riquadri; nella sezione degli approfondimenti trovano spazio articoli su temi specifici e analisi di dettaglio.

Proprio la sezione degli approfondimenti è aperta per accogliere articoli da parte di docenti accademici ed economisti, che possono inviarci i testi da sottoporre all'esame della Direzione Scientifica entro le scadenze delle Call Attive (15 aprile 2017 per il prossimo numero).

Il nostro intento resta quello di fornire un documento utile e di elevata qualità, se da parte vostra vorrete diffonderlo tra amici e colleghi ve ne saremo grati.

Buona lettura.

Maurizio Mazziere

I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Stabile	AA+	Stabile
Belgio	AA	Stabile	AA-	Stabile	Aa3	Stabile	A+	Stabile
Cipro	BB-	Positivo	B+	Positivo	B1	Positivo	NA	NA
Croazia	BB	Stabile	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+	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Stabile	AA+	Stabile
Francia	AA	Stabile	AA	Stabile	Aa2	Stabile	A	Stabile
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Grecia	B-	Stabile	CCC	In osservazione	Caa3	Stabile	CC	Negativo
Irlanda	A+	Stabile	A	Stabile	Baa1	Positivo	BBB	Stabile
Italia	BBB-	Stabile	BBB+	Negativo	Baa2	Negativo	BBB-	Negativo
Lettonia	A-	Stabile	A-	Stabile	A3	Stabile	BBB-	Stabile
Lussemburgo	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Malta	A-	Stabile	A	Stabile	A3	Stabile	A-	Stabile
Norvegia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Olanda	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Portogallo	BB+	Stabile	BB+	Stabile	Ba1	Stabile	BB	Stabile
Regno Unito	AA	Negativo	AA	Negativo	Aa1	Negativo	A+	Stabile
Slovacchia	A+	Stabile	A+	Stabile	A2	Stabile	NA	NA
Slovenia	A	Positivo	BBB+	Positivo	Baa3	Positivo	NA	NA
Spagna	BBB+	Stabile	BBB+	Stabile	Baa2	Stabile	BBB+	Stabile
Stati Uniti	AA+	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	A-	Stabile
Svizzera	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	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

- 7 ottobre 2016, Fitch conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 7 ottobre 2016, Fitch conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 14 ottobre 2016, Moody's conferma la Grecia a Caa3, con outlook stabile.
- 14 ottobre 2016, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 14 ottobre 2016, S&P promuove Malta ad A-, con outlook stabile.
- 21 ottobre 2016, Fitch declassa l'Italia a BBB+, con outlook negativo.
- 21 ottobre 2016, S&P promuove la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 21 ottobre 2016, S&P promuove l'EFSF ad AA, con outlook stabile.
- 28 ottobre 2016, S&P conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 4 novembre 2016, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 4 novembre 2016, Fitch conferma la Lettonia ad A-, con outlook stabile.
- 11 novembre 2016, S&P conferma l'Italia a BBB+, con outlook stabile.
- 11 novembre 2016, S&P conferma l'EFSF ad AA, con outlook stabile.
- 11 novembre 2016, Moody's promuove Cipro a B1, con outlook positivo.
- 18 novembre 2016, S&P conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 18 novembre 2016, S&P conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 18 novembre 2016, Fitch conferma l'Estonia ad A+, con outlook stabile.
- 25 novembre 2016, S&P conferma la Lettonia ad A-, con outlook stabile.
- 7 dicembre 2016, Moody's declassa l'Italia a Baa2, con outlook negativo.
- 9 dicembre 2016, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 16 dicembre 2016, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 16 dicembre 2016, S&P promuove la Croazia a BB, con outlook stabile.
- 16 dicembre 2016, S&P promuove la Slovenia ad A, con outlook positivo.
- 23 dicembre 2016, Fitch declassa il Belgio ad AA-, con outlook stabile.

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

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

- 13 gennaio 2017, DBRS declassa l'Italia a BBB, con outlook stabile.
- 13 gennaio 2017, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 13 gennaio 2017, Fitch conferma l'Irlanda ad A, con outlook stabile.
- 20 gennaio 2017, S&P conferma la Grecia a B-, con outlook stabile.
- 27 gennaio 2017, Fitch conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 27 gennaio 2017, Fitch conferma la Spagna ad BBB+, con outlook stabile.
- 3 febbraio 2017, Fitch conferma il Portogallo a BB+, con outlook stabile.
- 3 febbraio 2017, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 3 febbraio 2017, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 10 febbraio 2017, Fitch conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 10 febbraio 2017, Fitch conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 17 febbraio 2017, Fitch conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.

Il 13 gennaio scorso l'agenzia di rating canadese, DBRS, ha declassato l'Italia da A (low) a BBB (high); alla base della decisione l'incertezza politica seguita all'esito del referendum costituzionale, che potrebbe minare la capacità del paese di proseguire sul percorso di riforma, accompagnato dalla fragilità del sistema bancario a causa delle ingenti sofferenze. La bocciatura, sebbene minimizzata dal Governo, porta una conseguenza pesante: la necessità di un ammontare maggiore di garanzie sui titoli depositati come collaterale dalle banche presso la BCE. Si tratta del cosiddetto "haircut", cioè la trattenuta applicata sulle somme concesse dalla Banca Centrale a fronte di un deposito di titoli di Stato italiani, che passa dallo 0,5 al 6% per i BOT e dal 6 al 13% per i BTP.

Secondo Moody's il rischio di uscita dall'euro da parte dell'Italia resta molto basso, sebbene il sentimento anti-euro stia crescendo nel Paese, come nel resto della zona euro. La prossima tornata di elezioni in Europa potrebbe portare a un considerevole aumento del consenso per i partiti euro-scettici.

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2015		2016	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.166.858	29.739	2.191.499	18.826
Febbraio	2.170.192	3.334	2.214.858	23.359
Marzo	2.185.484	15.292	2.228.748	13.890
Aprile	2.195.805	10.321	2.230.845	2.097
Maggio	2.219.231	23.426	2.241.804	10.959
Giugno	2.204.635	-14.596	2.248.823	7.019
Luglio	2.200.159	-4.476	2.252.220	3.397
Agosto	2.184.671	-15.488	2.224.705	-27.515
Settembre	2.191.659	6.988	2.212.616	-12.089
Ottobre	2.211.780	20.121	2.223.770	11.154
Novembre	2.211.882	102	2.229.412	5.642
Dicembre	2.172.673	-39.209	2.217.695	-11.717
Totale		35.554		45.022

*Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2015 al 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Debito a fine 2016: 2.218 miliardi; record storico 2.252 miliardi a luglio 2016.
- L'incremento del debito nel 2016 è stato di 45 miliardi, nello stesso periodo del 2015 era stato di 36 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente all'1 gennaio 2016, è di 39.887 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 917 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 70,5%, ben oltre il doppio dell'inflazione che è stata del 33,2%.

Il commento

Il 2016 si chiude con un debito pubblico di 2.218 miliardi, con una riduzione di fine anno più contenuta rispetto agli anni scorsi (si veda anche il **Riquadro 2**). Da questo punto in poi si ritornerà a salire con un forte aumento a gennaio a 2.248 miliardi e un livello a fine giugno, che secondo le nostre stime, dovrebbe situarsi in una zona compresa fra 2.290 e 2.311 miliardi (si veda la **Figura 1** e il **Riquadro 1**).

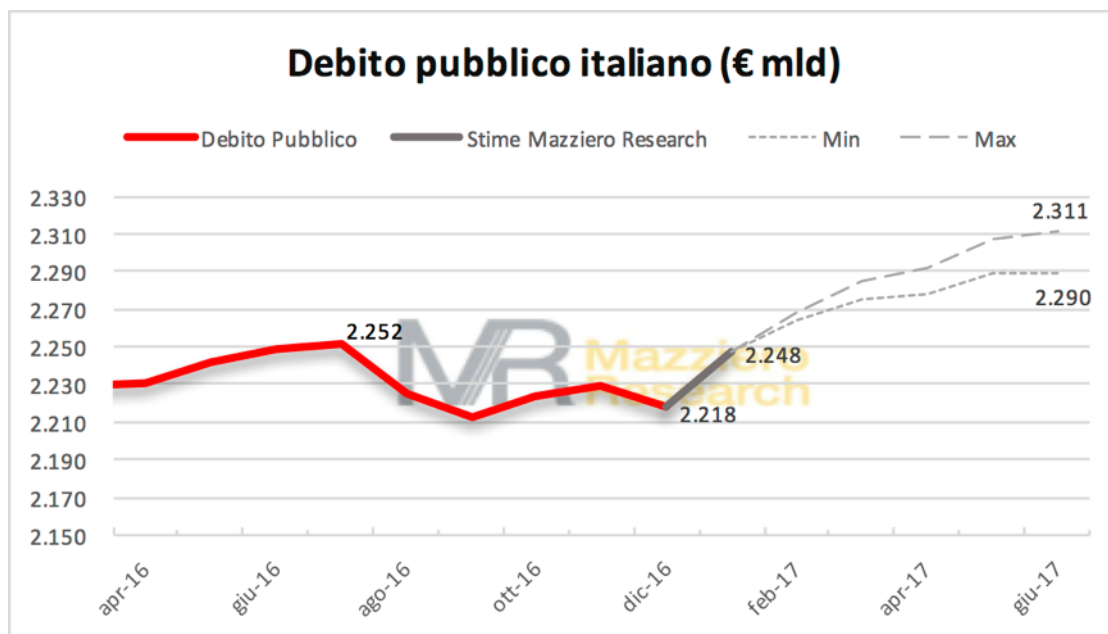


Figura 1: Andamento debito pubblico a dicembre 2016 e stima valori a giugno 2017 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

Bruxelles ha richiesto una correzione della Legge di Stabilità 2017, in quanto vi sarebbe uno scostamento dello 0,2% del PIL (circa 3,4 miliardi) rispetto al cammino di riduzione del debito da noi indicato, pena l'avvio di una procedura per deficit eccessivo.

Il Governo italiano per il tramite del Ministro Padoan, ha invocato ancora una volta la concessione di flessibilità, motivandola con la spesa per l'accoglienza dei migranti e le spese impreviste legate agli eventi sismici del centro Italia.

L'Unione Europea non è sembrata così sensibile, dato che "lo 0,2% del prodotto interno lordo è il dato che fotografa la distanza fra impegni e risultati" e come ha precisato Dombrovskis: "L'Italia deve indirizzare il debito su una traiettoria calante, cosa che negli ultimi anni non è successa." Rimarcando che "Non si risolvono i problemi dell'economia aggiungendo debito al debito".

In stretto merito alle parole di Dombrovskis, il giudizio negativo sul debito è declinato dalla Commissione mediante una richiesta di riduzione del deficit.

A tal proposito, considerando l'avanzo primario dell'Italia, e non potendo ridurre per decreto i tassi di interesse sul debito, ogni richiesta di riduzione del debito incide direttamente sulla spesa in beni e servizi pubblici. Ciò significa che l'idea economica che guida la Commissione non ritiene che una contrazione della spesa pubblica possa peggiorare il PIL e quindi proprio il rapporto Debito/PIL che vorrebbe invece migliorare con tale richiesta. Nulla di male, ma è bene esserne consci.

Riquadro 1

Stime debito pubblico sino a giugno 2017

Debito pubblico a gennaio 2017:
2.248 miliardi (in forte aumento)
 Intervallo confidenza al 95%:
compreso tra 2.244 e 2.252 miliardi
 Dato ufficiale verrà pubblicato il:
15 marzo 2016

Debito pubblico a giugno 2017:
compreso tra 2.290 e 2.311 miliardi
 Intervallo confidenza al 95%
 Dato ufficiale verrà pubblicato a:
metà agosto

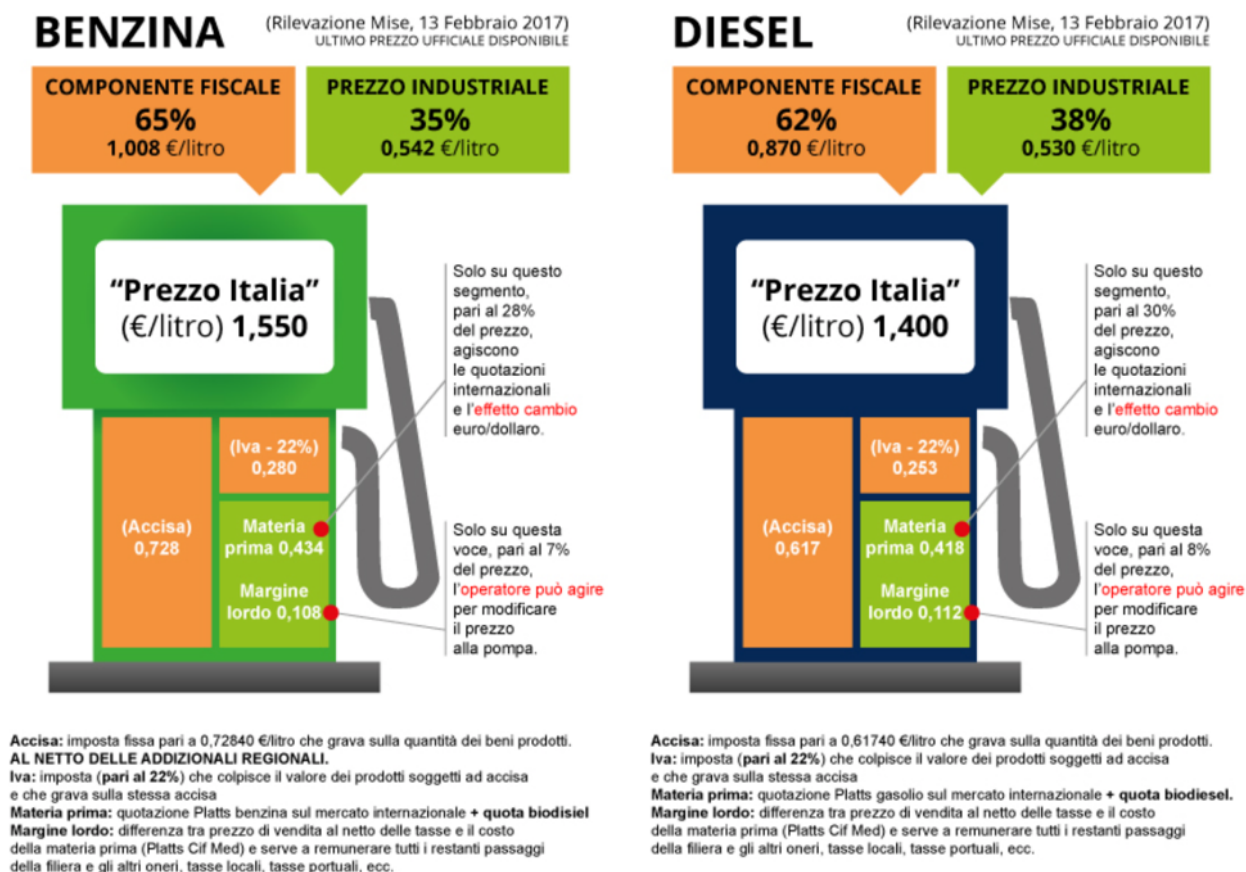


Figura 2 – Struttura del prezzo dei carburanti
(Fonte: Unione petrolifera)

Secondo il nostro modesto giudizio, la questione è molto semplice: la Commissione Europea si è stancata delle nostre scuse da mentitori seriali, e anche dove ricorrano le condizioni per un giudizio meno duro nei nostri confronti, la severità viene mantenuta per il timore che da parte nostra si ingeneri ulteriore lassismo; basti pensare che l'anno 2016 avrebbe dovuto essere l'anno della riduzione del debito, se non in termini assoluti almeno in rapporto al PIL (si veda l'Osservatorio scorso *Italia 3 trim 2016 - Pil debito & Co*) e "comme d'habitude" ciò non si è avverato.

Per scongiurare la procedura europea per deficit eccessivo, il Ministro Padoan ha mandato a Bruxelles un corposo documento di 86 pagine di promesse e previsioni: grafici, tabelle, stime di crescita del Pil che poi probabilmente non verranno rispettate.

Chiaro l'intento di guadagnare tempo sino alla pubblicazione del Documento di Economia e Finanza (DEF) in aprile; ma Bruxelles ha richiesto di vedere "nero su bianco" le cifre.

A questo punto, quando in Italia si giunge a raschiare il barile delle risorse economiche vi sono due fonti inesauribili per aggiustare il bilancio:

1. L'aumento delle accise sui carburanti che si basa sull'assioma: "Tanto la gente non può rinunciare all'auto per spostarsi e le merci devono pur raggiungere i mercati della penisola".
2. La lotta all'evasione, che probabilmente si tradurrà in azioni di recupero fiscale ancora più aggressive rasentando talvolta pratiche vessatorie.

Ma la lotta all'evasione nasconde anche un altro problema: che trattandosi di misure aleatorie fintantoché non vengono incassate dovranno essere accompagnate da "clausole di salvaguardia" che per far quadrare i conti attuali graveranno sui bilanci dei prossimi anni (si veda anche il **Riquadro 4**).

(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	1.907.781	56.568	3,06%	2,90%
Anno 2012	1.989.878	82.097	4,30%	3,30%
Anno 2013	2.070.013	80.135	4,03%	1,30%
Anno 2014	2.137.119	67.106	3,24%	0,20%
Anno 2015	2.172.673	35.554	1,66%	0,10%
Anno 2016	2.217.695	45.022	2,07%	0,50%
Incremento		917.354	70,55%	33,20%

Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Tornando alle accise, la **Figura 2** mostra la struttura del prezzo dei carburanti da cui è possibile osservare che la componente fiscale grava per il 62-65% del prezzo alla pompa. Viene da domandarsi quale grado di insensatezza o di disperazione sia possibile attribuire a un Governo o a un Ministro che anche solo ipotizzi un ulteriore aumento delle tasse su gasolio o benzina.

Riquadro 2

330 euro a persona per i salvataggi bancari

Ciascuno si faccia i conti in tasca: quanti siete in famiglia? Bene, considerate che 330 euro per ciascuno di voi il Governo li ha destinati ai salvataggi bancari: 20 miliardi delle tasse raccolte dai residenti (quindi anche dagli stranieri) saranno destinate a questo scopo.

Peccato che il mantenimento della stabilità del sistema finanziario di un paese porti sempre a condividere le perdite del sistema bancario e mai a dividerne gli utili, perlomeno quelli che rimangono dopo i ricchi bonus distribuiti alla dirigenza.

Questo l'effetto del provvedimento emanato dal Governo (DL 237/2016, Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio) l'antivigilia di Natale, "encomiabile" l'abnegazione nel varare il Decreto Legge il venerdì appena prima di Natale, ancor più stupefacente la rapidità della sua conversione in Legge il 16 febbraio 2017, con 246 voti favorevoli, 147 contrari e 22 astenuti.

I 20 miliardi stanziati, costituiscono a tutti gli effetti debito; pur essendo classificati come partite finanziarie e quindi esclusi dall'indebitamento netto e dal saldo strutturale (si veda a tal proposito *La manovra per il 2017 nel quadro programmatico dei conti* dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio, citata in Bibliografia); questo spiega perché i consueti aggiustamenti contabili di fine anno che portano a una riduzione del debito, abbiano avuto quest'anno un effetto molto limitato, peggiorando un'annata che tutto sommato aveva visto dei progressi rispetto a quelle precedenti (si vedano le **Tabelle 3, 4 e 7**).

Quanti sono 2.218 miliardi?

MR **Mazziero**
Research
Ricerca finanziaria indipendente



Allineando banconote da 50 euro una dietro l'altra si coprirebbero 10.600 volte la distanza Milano-Roma

Un FrecciaRossa dovrebbe viaggiare quasi 3 anni e 8 mesi, 24 ore su 24, per coprire la medesima distanza.

Gli aumenti di Iva e accise sono solo sospesi

Far quadrare un bilancio pubblico si sa è cosa ardua, lo sanno anche gli amministratori locali quando alla fine, tirando le somme, entrate e uscite non combaciano, anzi solitamente sono le uscite che ostinatamente non si vogliono piegare alle ristrettezze delle entrate.

Ma le “voci dei bilanci” sono infinite e per i comuni la scappatoia può essere della previsione di entrate dalle multe, mentre per uno stato il grande serbatoio è la lotta all’evasione o la regolarizzazione dei capitali all’estero.

Una pratica che si ripete di anno in anno, ma che almeno per quanto riguarda il bilancio statale ha costretto a inserire delle clausole di salvaguardia.

Le clausole di salvaguardia sono misure che scattano in automatico, qualora non vengano abrogate con coperture sostitutive, e che prevedono aumenti delle accise e dell’Iva; sono ormai una ricorrenza dal 2011 sotto il Governo Berlusconi, alcuni Governi sono riusciti a disinnescarle, altri come, quello Letta, non ci sono riusciti (si veda anche da L’Huffington Post, *La vera storia delle clausole di salvaguardia*, di Maria Cecilia Guerra citato in Bibliografia).

Anche per il 2017 le clausole sono state abrogate, ma con il solito metodo: spostandole negli anni successivi, con un ammontare che tende a crescere.

La **Tabella 5** tratta da *La manovra per il 2017 nel quadro programmatico dei conti* dell’Ufficio Parlamentare di Bilancio (cit. Bibliografia) mostra gli impegni negli anni futuri; viene da domandarsi quale Governo sarebbe disposto a farle scattare nel 2018, anno di elezioni. È probabile che verranno ancora una volta slittate in avanti fino a quando i nodi verranno definitivamente al pettine.

Legge di bilancio 2017: clausole di salvaguardia abrogate, disattivate e attive (milioni di euro)

Intervento	2017	2018	2019
Clausole di salvaguardia disattivate dalla legge di bilancio 2017			
Disattivazione incremento aliquota IVA dal 10% al 13% dal 2017 (art. 1, c. 718, lett. a), LS 2015)	-6.957		
Disattivazione incremento aliquota IVA dal 22% al 24% dal 2017 (art. 1, c. 718, lett. b), LS 2015)	-8.176		
Abrogazione incremento accise dal 2017 al 2018 (art. 1, c. 626, LS 2014)	-220	-199	12
Totale disattivazioni clausole	-15.353	-199	12
Clausole di salvaguardia attive post legge di bilancio 2017			
<i>Conferma clausole precedenti</i>			
Incremento aliquota IVA dal 10% al 13% dal 2018 (art. 1, c. 631, lett. a))(1)		6.957	6.957
Incremento aliquota IVA dal 22% al 25% dal 2018 (art. 1, c. 631, lett. b))(2)		12.264	12.264
Incremento accise sui carburanti dal 2018 (art. 1, c. 6, lett. c), LS 2016)		350	350
<i>Nuove clausole</i>			
Incremento aliquota IVA dal 25% al 25,9% dal 2019 (art. 85, c. 1, lett. b))			3.679
Totale aumenti previsti nel caso non si individuino misure alternative	0	19.571	23.250

Fonte: elaborazioni su dati della relazione tecnica della legge di bilancio per il 2017.

(1) L’art. 1, c. 718, lett. a) della LS 2015 prevedeva l’incremento dal 2017, la legge di bilancio lo prevede a partire dal 2018. – (2) L’art. 1, c. 718, lett. b) della LS 2015 prevedeva un incremento graduale, dal 22 al 24 per cento nel 2017 e al 25 per cento dal 2018, la legge di bilancio prevede un unico incremento di tre punti percentuali a partire dal 2018.

Tabella 5 – (Fonte: Ufficio Parlamentare di Bilancio)

INPS: per la prima volta un patrimonio netto negativo

Sull'INPS eravamo intervenuti già nello scorso Osservatorio, in merito al debito implicito dell'Istituto (cioè *l'insieme dei pagamenti delle future pensioni*); al riguardo segnalavamo l'interpretazione secondo cui questo non avrebbe dovuto figurare nel debito pubblico in quanto *“è possibile per un governo intervenire sui regimi pensionistici prima di tradurre le politiche in obblighi finanziari”*. Il che tradotto significa che un Governo può sempre ridurre le prestazioni pensionistiche qualora non sia in grado di pagarle.

Ritorniamo questo mese sull'INPS per riportare i risultati del controllo sulla gestione finanziaria effettuato dalla Corte dei conti (si veda la Bibliografia). Il 2015 si è chiuso con un avanzo di competenza di 1,43 miliardi, derivanti da un risultato di parte corrente negativo per 3,43 miliardi e di parte capitale positivo per 4,86 miliardi. Nel medesimo anno l'apporto dello Stato a titolo di trasferimenti sarebbe stato di 103,77 miliardi, in aumento di 5,33 sul precedente esercizio (quindi aumenta il ripianamento dei conti a carico dello Stato).

Dal punto di vista economico patrimoniale, la situazione evidenzia un peggioramento, con un risultato di esercizio negativo per 16,3 miliardi (rispetto ai -12,3 miliardi del 2014) dovuto principalmente all'accantonamento al fondo rischi crediti contributivi per 13,09 miliardi (4,97 miliardi nel 2014).

Il patrimonio netto passa così da 12,54 miliardi del 2014 ai 5,87 del 2015 e per effetto di un peggioramento dei risultati previsionali assestati del 2016 il patrimonio netto diventerebbe negativo, per la prima volta dall'istituzione dell'ente, per 1,73 miliardi.

I contributi per la stabilità

(Milioni di Euro)	Prestiti bilaterali	Contributi EFSF	Contributi ESM	Totale Cumul.
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
Anno 2016	10.008	33.893	14.331	58.232

Tabella 6: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino al 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Nella **Tabella 6** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia.

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

Contributi EFSF: versamenti al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

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

Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2015			2016		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	34.024	19.487	14.537	35.938	12.177	23.761
Febbraio	28.012	55.006	-26.994	32.763	64.658	-31.895
Marzo	32.569	55.390	-22.821	30.346	31.728	-1.382
Aprile	32.775	47.390	-14.615	30.769	39.198	-8.429
Maggio	33.292	40.020	-6.728	38.353	27.771	10.582
Giugno	47.288	41.280	6.008	48.735	60.554	-11.819
Luglio	41.199	42.122	-923	49.172	36.368	12.804
Agosto	35.829	55.359	-19.530	37.143	33.139	4.004
Settembre	33.010	34.408	-1.398	34.534	43.157	-8.623
Ottobre	36.067	34.956	1.111	35.808	48.172	-12.364
Novembre	37.746	51.370	-13.624	36.594	58.281	-21.687
Dicembre	102.330	104.688	-2.358	92.486	89.064	3.422
Totale	494.141	581.476	-87.335	502.641	544.267	-41.626

*Tabella 7: Andamento entrate e uscite statali dal 2015 a dicembre 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Nel 2016 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 41,6 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2015 era stato di 87,3 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2016 è stata di 41,9 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2015 è stata di 41,2 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2016 è stata di 45,4 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2015 è stata di 48,5 miliardi.
- Nei primi 11 mesi del 2016 le entrate tributarie ammontano a 414.890 milioni di euro (+3.150 milioni di euro rispetto al 2015, pari a +0,8%). Le imposte dirette si attestano a 224.533 milioni di euro (+6.763 milioni di euro, pari a +3,1%) e le imposte indirette risultano pari a 179.656 milioni di euro (+8.236 milioni di euro, pari a +4,8%).

Il commento

Continua il miglioramento nel rapporto tra entrate e uscite (**Tabella 7**) che nell'intero 2016 presentano uno sbilancio negativo per 41,6 miliardi contro gli 87,3 del 2015. La media mensile delle entrate nel 2016 è stata di 41,9 miliardi, superiore ai 41,2 del 2015; la media mensile delle uscite è stata di 45,4 miliardi nel 2016, inferiore ai 48,5 del 2015. Nella **Tabella 8** si può osservare che le entrate mensili nel 2016 sono state mediamente superiori di 708 milioni, mentre le uscite mensili sono state inferiori per 3,1 miliardi; ottenendo quindi uno sbilancio positivo nei conti del 2016, rispetto a quelli del 2015, di circa 3,8 miliardi al mese.

Entrate	Uscite	Differenza
708	-3.101	3.809

*Tabella 8: Scostamento su media entrate e uscite mensili tra 2015 e 2016 (€/mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Lo stock di Titoli di Stato

(Millioni 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	83.566	5,10%
Anno 2013	1.722.670	6,43	77.568	4,50%
Anno 2014	1.782.233	6,38	74.340	4,17%
Anno 2015	1.814.445	6,52	68.440	3,77%
Anno 2016	1.867.214	6,76	68.469	3,67%
Gennaio 2017	1.898.203	6,69	NA	NA

Tabella 9: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a gennaio 2017
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

I fatti

- Circolante titoli di Stato a fine 2016 pari a 1.867 miliardi.
- Circolante titoli di Stato a gennaio 2017 pari a 1.898 miliardi.
- Vita media residua a 6,69 anni, in aumento dai minimi di luglio 2014 a 6,31.
- Spesa per interessi a fine 2016 pari a 68,5 miliardi, nel 2015 fu di 68,4.
- Dal 2006 al 2016 sono stati pagati 816 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a dicembre 2016: BOT -0,20%, BTP 1,17%, CCT 0,70%.

Il commento

Il circolante di titoli di Stato torna a sfiorare 1.900 miliardi (**Tabella 9**), poco al di sotto del record storico segnato nel luglio scorso a 1.904 miliardi (**Figura 3**), con una vita residua a 6,69 anni, che torna a contrarsi dopo il massimo di 6,76 anni segnato in ottobre (**Figura 6**).

Costante la spesa per interessi nel 2016 a 68,5 miliardi di euro (valore che verrà poi rideterminato dalla Ragioneria dello Stato tenendo conto di tutti gli interessi pagati dalle amministrazioni pubbliche), praticamente invariata rispetto ai 68,4 miliardi del 2015. Tuttavia questa spesa aumenterà nel 2017 (**Figura 4**) a fronte dell'effetto congiunto di:

1. Aumento del circolante dei titoli di Stato.
2. Incremento dei tassi medi di interesse pagati sui titoli di Stato.

Riquadro 7

Stima spesa per interessi a fine 2017

Spesa per interessi a fine 2016: **68,5 miliardi di euro.**
Stime spesa per interessi a fine 2017: **70,5 miliardi di euro.**

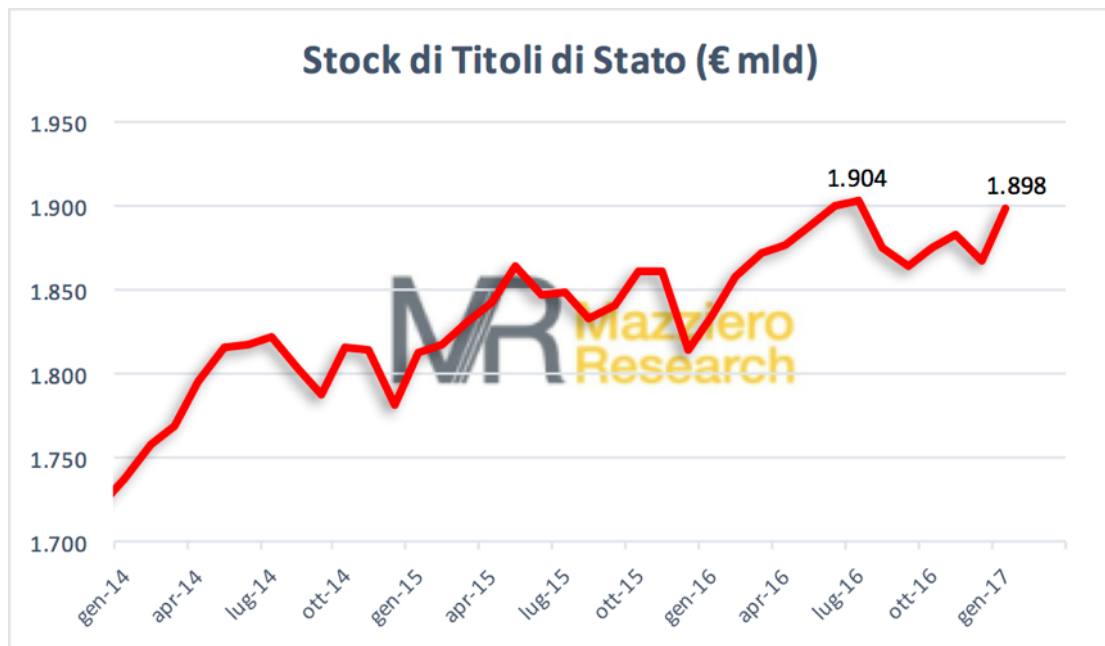


Figura 3: Circolante di Titoli di Stato dal 2014 a gennaio 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

E proprio questo è uno dei temi che influirà negli anni a venire nella gestione del debito, dato che ci sembra ormai di essere giunti alla fine della lunga fase di interessi calanti. Infatti, gli interessi sulle nuove emissioni dei titoli di Stato hanno già iniziato a salire (**Figura 5**), sebbene, più che a una tendenza stabile in ambito europeo, ciò lo si debba a una maggiore percezione di rischio nei confronti delle economie più fragili (si veda la sezione del **Prodotto Interno Lordo**), con maggiore indebitamento e con un non coerente deficit/PIL rispetto alla riduzione del debito (si veda anche la sezione del **Debito Pubblico**).

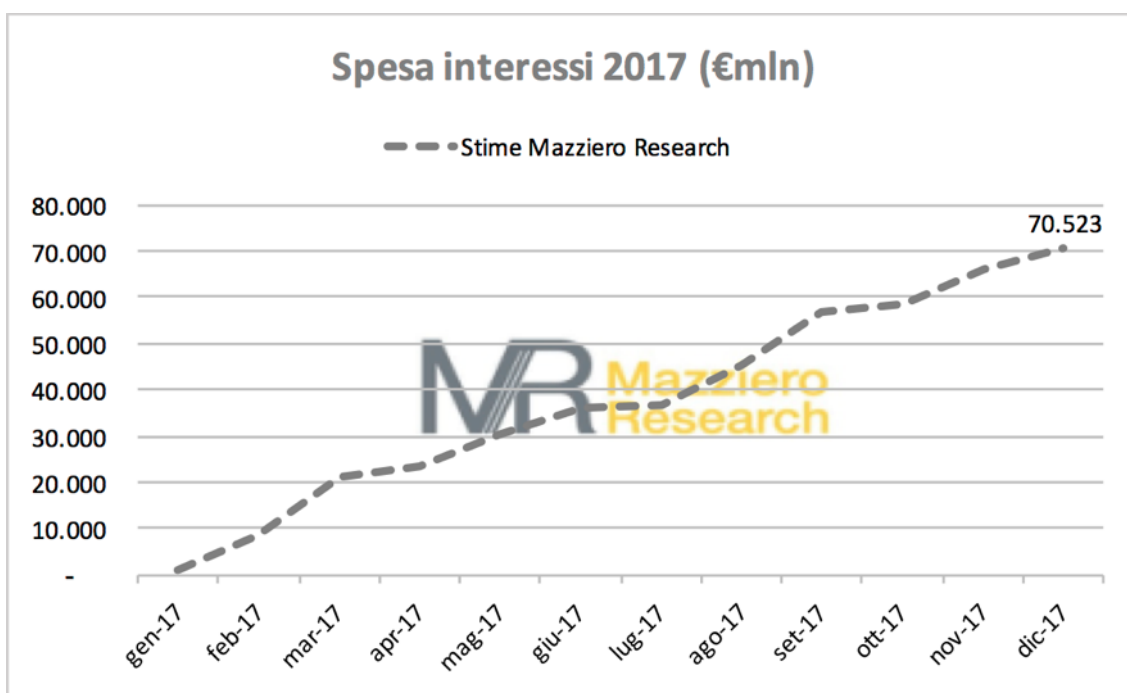


Figura 4: Stima spesa per interessi a fine 2017
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

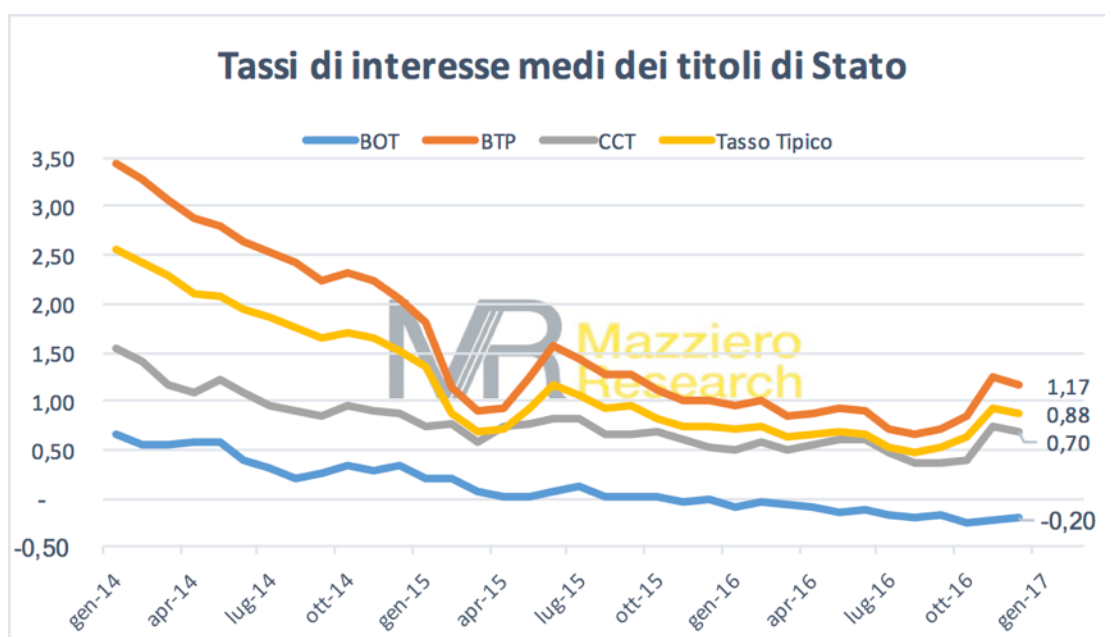


Figura 5: Tassi di interesse medi dei Titoli di Stato da gen. 2014 a gennaio 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Occorre quindi iniziare a monitorare quale possa essere la ricaduta sulla maggior spesa a fronte di un rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato, considerando che, indipendentemente dalla perdita in conto capitale che colpirebbe i soli investitori, i nuovi tassi riguarderebbero solamente le nuove emissioni.

La **Tabella 10** mostra la sensibilità mensile e annuale di una serie di variazioni dei tassi; questa viene calcolata applicando tale variazione alla media mensile delle scadenze dei prossimi 12 mesi. Si può osservare che per ogni incremento dei rendimenti dello 0,50% si avrebbe una maggiore spesa nel servizio del debito di 126 milioni al mese, pari a poco più di 1,5 miliardi l'anno (differenze dovute ad arrotondamenti). Tali maggiori oneri avrebbero una progressione geometrica in quanto al secondo anno si sommerebbero le maggiori spese di interessi delle emissioni dell'anno precedente con quelle delle emissioni dell'anno in corso. Come abbiamo già avuto modo di scrivere nei precedenti Osservatori, questo maggior costo sarebbe difficilmente percepito inizialmente, mancando di dare i necessari segnali di allerta, ma potrebbe diventare oneroso da gestire a partire dai 3-4 anni successivi, in concomitanza con il rimpiazzo di circa la metà dello stock di titoli esistente.

Variazione tasso	Sensibilità mese (€ mln)	Sensibilità anno (€ mln)
0,50%	126	1.517
0,75%	190	2.276
1,00%	253	3.035
1,25%	316	3.793
1,50%	379	4.552
1,75%	443	5.311
2,00%	506	6.069

Tabella 10: Sensibilità alla variazione dei tassi
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF)

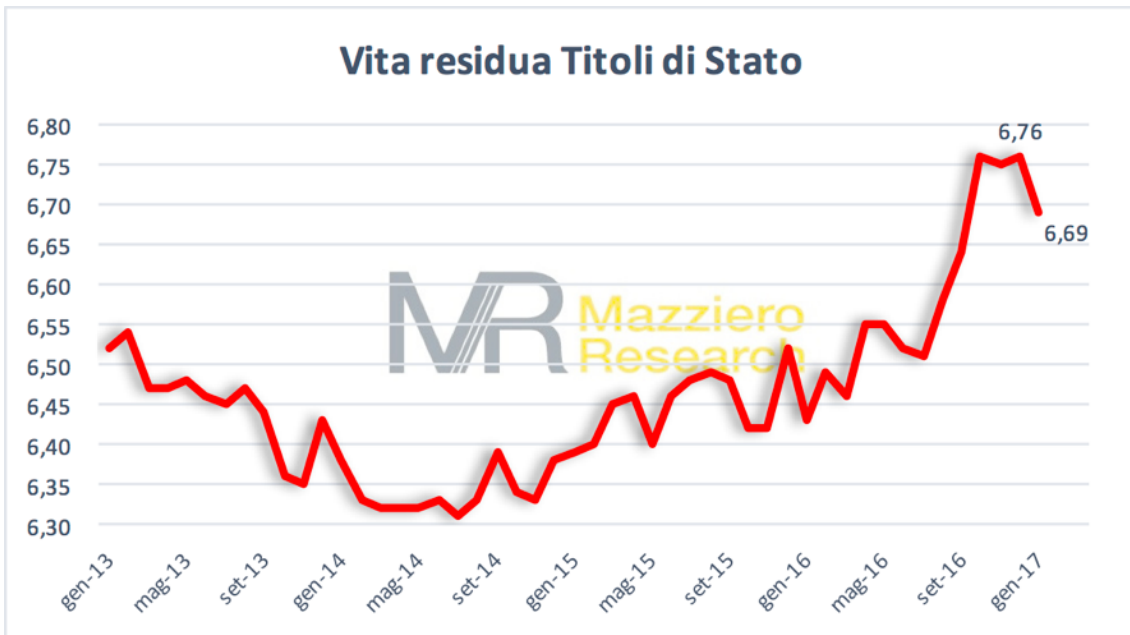
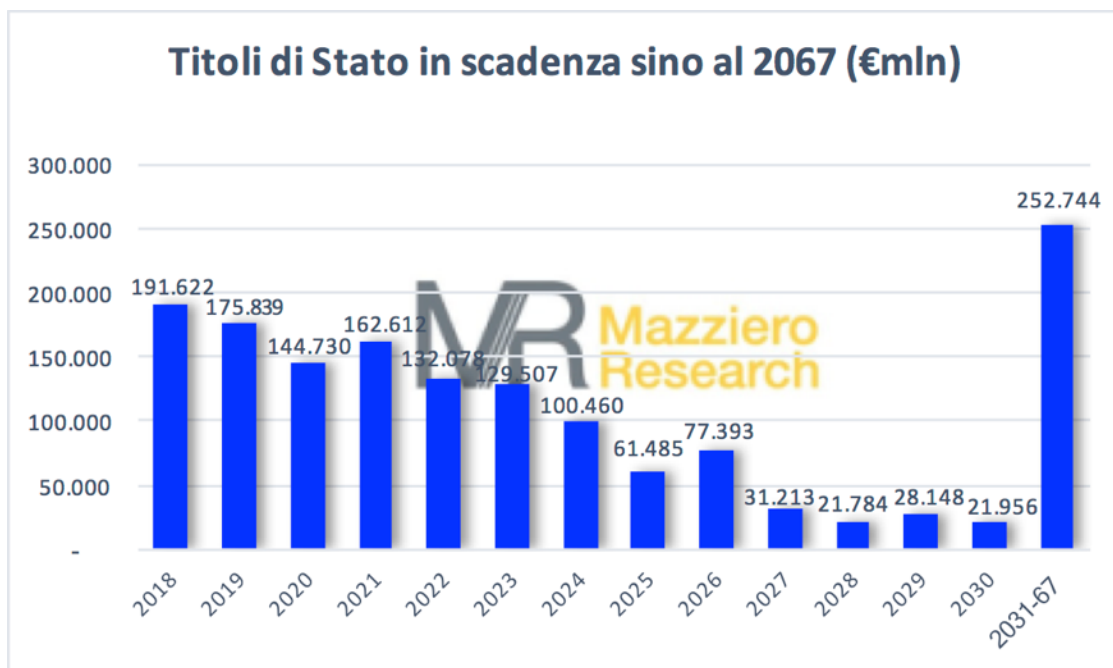


Figura 6: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 a gennaio 2017
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Un sicuro impatto sui rendimenti dei titoli di Stato potrebbe verificarsi in base agli esiti delle consultazioni elettorali di Francia, Olanda e Germania e a seguito della riduzione dell'ammontare degli acquisti di titoli da parte della BCE a partire da aprile (**Riquadro 9**). Tuttavia, stando a quanto dichiarato dal Ministro Padoan in un'intervista a Reuters durante il World Economic Forum di Davos, il rallentamento degli acquisti o una cessazione del Quantitative Easing della BCE "non ci preoccupa perché stiamo gestendo la composizione del debito [...] e ci siamo già avvantaggiati dei bassi tassi di interesse". Inoltre, "con tassi più elevati – ha aggiunto il ministro – le banche avranno margini più ampi per fare profitti e questo aiuterà a migliorare i loro bilanci".



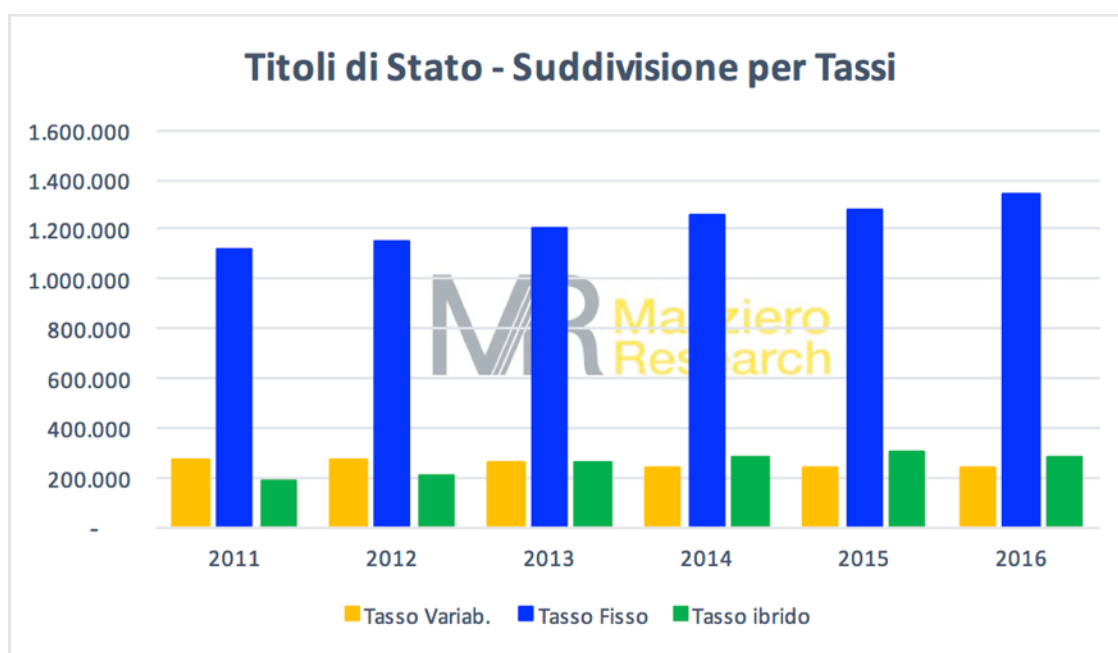
Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2017 (€mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)



*Figura 8: Titoli di Stato in scadenza sino al 2067 (€mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La **Figura 7** e la **Figura 8** mostrano rispettivamente l'ammontare dei titoli mensilmente in scadenza sino a dicembre 2017 e annualmente sino al 2067. Si può notare che nel 2017 vi sono numerose scadenze impegnative come maggio, giugno, agosto e novembre dove l'ammontare di titoli da rimpiazzare supera i 35 miliardi. Su base annuale invece le scadenze presentano un andamento abbastanza omogeneo.

Gran parte dei titoli circolanti sono a tasso fisso, in particolare BTP, come si può osservare dalla **Figura 9** e dalla **Tabella 13**. Aumenta ancora la quota di titoli di Stato detenuta dalla banca centrale che ormai ha raggiunto il 12,5% (**Figura 11**).



*Figura 9: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato dal 2011 a dicembre 2016
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 11** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse dell'asta del 10 febbraio calcolato dal MEF pari al -0,247%.

Elenco costi	Rendimento BOT Annuale	-0,2470%
Ritenuta fiscale	0,0000%	
Bollo conto titoli	0,2000%	
Commissione bancaria	0,1500%	
Decurtazione da inflazione	0,0000%	
	Costi	0,3500%
	Rendimento netto	-0,5970%

*Tabella 11: 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 l'inflazione costituisce un'ulteriore decurtazione del rendimento a scadenza pari a:

$$r \times (1 - 0,125) \times i = r \times 87,5\% \times i$$

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

Attualmente il valore medio dell'inflazione è pari allo 0,7%, ma non si ha alcuna decurtazione in quanto 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 11** mostra che a fronte di un rendimento lordo del -0,247% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,597%.

Investimento in BOT		1.000,00
Rendimento BOT Annuale	-	2,47
Costi		3,50
Rendimento netto	-	5,97

Tabella 12: Rendimento netto per ogni 1.000 euro investiti in Bot

La **Tabella 12** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno -2,47 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 3,5 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 5,97 euro di tasca propria.

Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?

Caratteristiche riassuntive

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

Gli acquisti sono di 80 miliardi al mese da aprile 2016 e continueranno sino a marzo 2017, quando passeranno a 60 miliardi al mese sino a dicembre 2017; in precedenza da marzo 2015 a marzo 2016 furono di 60 miliardi. La scadenza originale del QE iniziato a marzo 2015 era settembre 2016, poi prorogata il 3 dicembre 2015 sino a marzo 2017 ed estesa ulteriormente l'8 dicembre 2016 sino a dicembre 2017. Mario Draghi ha espressamente specificato che sia i termini che le somme vanno intese in modo flessibile, saranno rimodulati secondo le esigenze e la presenza della BCE sui mercati durerà diverso tempo.

Da gennaio 2017 i titoli acquistati avranno una vita residua tra 1 e 30 anni (precedentemente tra 2 e 30 anni) e, per evitare effetti distorsivi, non dovranno superare il 33% del valore della singola emissione (sino al 3 settembre 2016 era il 25 per cento) e il 33% del debito emesso da ogni governo.

Gli acquisti dei Corporate Bond, obbligazioni aziendali, iniziati l'8 giugno 2016, riguardano titoli investment grade (rating minimo BBB- per almeno una delle tre maggiori agenzie di rating), denominati in euro, con una scadenza residua da sei mesi a 30 anni e potranno arrivare sino al 70% della singola emissione; sull'ammontare mensile degli acquisti non è stata data un'indicazione precisa ma potrebbe essere compreso tra i 5 e 10 miliardi.

Da gennaio 2017 la Bce potrà acquistare anche titoli con un rendimento negativo inferiore allo 0,4 per cento fissato dalla stessa Bce come tasso dei depositi (abbassato il 3 dicembre 2015 dallo 0,2% e il 10 marzo 2016 dallo 0,3%); sino a dicembre 2017 il tasso dei depositi ha rappresentato il limite di rendimento al di sotto del quale i titoli non sarebbero stati acquistati.

Per l'Italia la "chiave capitale" (quota di acquisto – Capital Key Rule) è pari a circa il 17,5%; la Bce deterrà l'8% delle attività aggiuntive acquistate, mentre la parte restante sarà di competenza della Banca d'Italia. Nel verbale della riunione di politica monetaria del 16-17 gennaio viene riportato che sono "possibili e inevitabili" deroghe "limitate e temporanee" dalla "Capital Key Rule" negli acquisti dei titoli di Stato di tutti i Paesi rientranti nel Quantitative Easing. Queste deroghe costituiscono un sostegno aggiuntivo ai titoli dei paesi periferici, in particolare Italia e Spagna.

Stando alle informazioni disponibili, degli 80 miliardi di acquisti mensili, in base alla chiave capitale 14 miliardi saranno diretti ad acquisti di titoli italiani. Tali acquisti si ripartiranno tra Covered Bond e ABS, titoli di istituzioni europee, titoli di Stato e Bond non bancari investment grade.

Segue alla pagina successiva

Complessivamente l'intero programma sino a dicembre 2017 porterebbe ad acquisti di titoli di Stato italiani per circa 340 miliardi, una quota pari a circa il 18% dell'intero circolante di titoli di Stato.

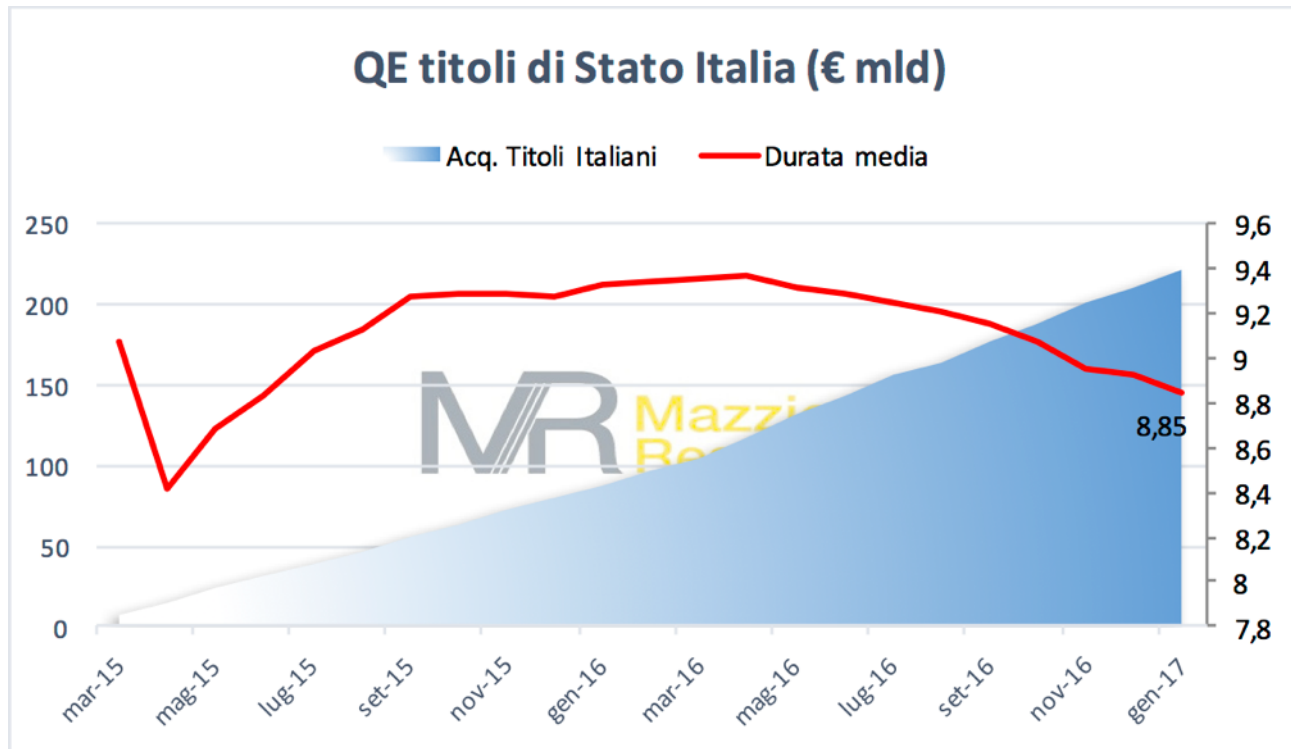


Figura 10: Acquisti di titoli di Stato dal QE della BCE e durata media dei titoli
(Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

Aggiornamento a fine gennaio 2017

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: 221,907 miliardi.
- Durata media finanziaria: 8,85 anni, in calo dai massimi di 9,36 ad aprile 2016.
- In gennaio gli acquisti di titoli di Stato italiani sono stati pari a 12,302 miliardi
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 1.325,997 miliardi.

Raggiunti a gennaio i 222 miliardi di acquisti di titoli italiani attraverso il QE; cala invece la durata finanziaria: sembrerebbe che la carta italiana a lungo termine inizi a scarseggiare o perlomeno non consenta più di effettuare ingenti acquisti (**Figura 10**).

Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori

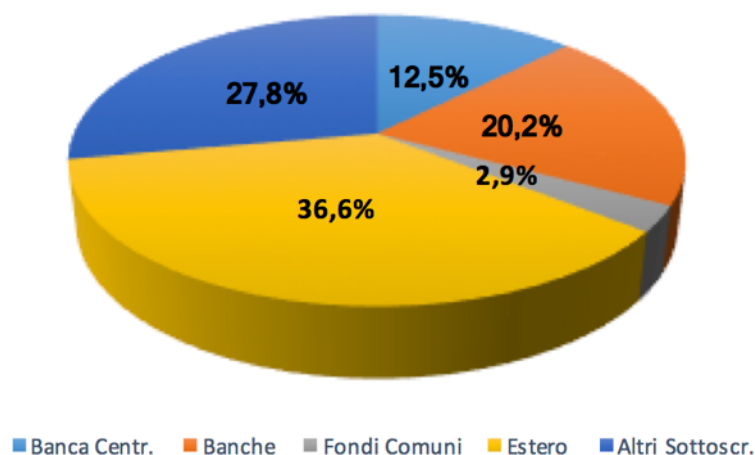


Figura 11: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori ad agosto 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
114.325	-	136.719	42.107	1.318.661
BTP €i	BTP Italia	BTP atipici	Eestero €	Eestero Valuta
148.318	90.012	413	45.264	2.382

Tabella 13: Composizione dei Titoli di Stato a gennaio 2017 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	32.074		25%
Riserve verso FMI	2.475		2%
Diritti speciali prelievo	6.484		5%
Oro	88.302		68%
Altre attività di riserva	1.115		
Totale Riserve		130.451	100%

Tabella 14: Riserve Banca d'Italia a gennaio 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Le riserve ufficiali a gennaio 2017 ammontano a 130 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a ottobre 2016 è una diminuzione di circa 3,5 miliardi, principalmente dovuta al calo delle quotazioni dell'oro sul finire del 2016.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 68% delle riserve totali.

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	1.637.463	31.769	1.907.781	3,70%	116,51%	1,94%
Anno 2012	1.613.265	-24.198	1.989.878	2,90%	123,34%	-0,85%
Anno 2013	1.604.599	-8.666	2.070.013	2,70%	129,01%	-0,60%
Anno 2014	1.620.381	15.782	2.137.119	3,00%	131,89%	0,10%
Anno 2015	1.642.444	21.525	2.172.673	2,60%	132,28%	0,70%
Anno 2016			2.217.695			0,90%
Anno 2016 (st.DEF)	1.672.226	29.782	2.220.662	2,40%	132,80%	0,80%
Anno 2016 (st.UE)	1.533.372	13.677	2.036.318	2,30%	132,80%	0,90%
Anno 2016 (st.FMI)	1.657.226	14.782	2.175.888	2,30%	133,00%	0,90%
Anno 2016 (st.OCSE)	1.655.584	13.140	2.187.026	2,40%	132,80%	0,90%
Anno 2017 (st.DEF)	1.704.099	31.873	2.257.141	2,00%	132,50%	1,00%
Anno 2018 (st.DEF)	1.754.855	50.756	2.283.302	1,20%	130,10%	1,30%
Anno 2019 (st.DEF)	1.809.961	55.106	2.290.832	0,20%	126,60%	1,30%
Anno 2017 (st.UE)	1.547.173	13.800	2.062.381	2,40%	133,30%	0,90%
Anno 2018 (st.UE)	1.564.192	17.019	2.083.503	2,60%	133,20%	1,10%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	54.193	2.183.155	2,00%	131,70%	0,70%
Anno 2018 (st.FMI)	1.753.075	41.656	2.186.394	0,60%	128,70%	0,80%
Anno 2019 (st.FMI)	1.798.045	44.970	2.188.358	0,40%	125,60%	1,00%
Anno 2017 (st.OCSE)	1.672.139	16.556	2.218.929	2,30%	132,70%	1,00%
Anno 2018 (st.OCSE)	1.688.861	16.721	2.230.985	2,20%	132,10%	1,00%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti

Tabella 15: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2016, 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 cresce dello 0,2% rispetto al trimestre precedente.
- Il PIL nel 2016 è cresciuto dello 0,9%, corretto per gli effetti del calendario +1,0%.
- Il PIL resta del 7,5% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2017 è +0,3%.
- La produzione industriale da gennaio a dicembre è aumentata del 3,4% su dati grezzi e del 6,6% corretta per gli effetti del calendario.
- La produzione industriale nel mese di dicembre è salita dell'1,4% rispetto a novembre, quando era aumentata dell'0,8% su ottobre.

Il commento

Pur con un progresso positivo nel IV trimestre (+0,2%) la crescita del PIL annuale resta al di sotto dell'1% se si considerano i dati grezzi pari allo 0,9%; mentre solo corretto per gli effetti del calendario il progresso riesce a portarsi sull'unità.

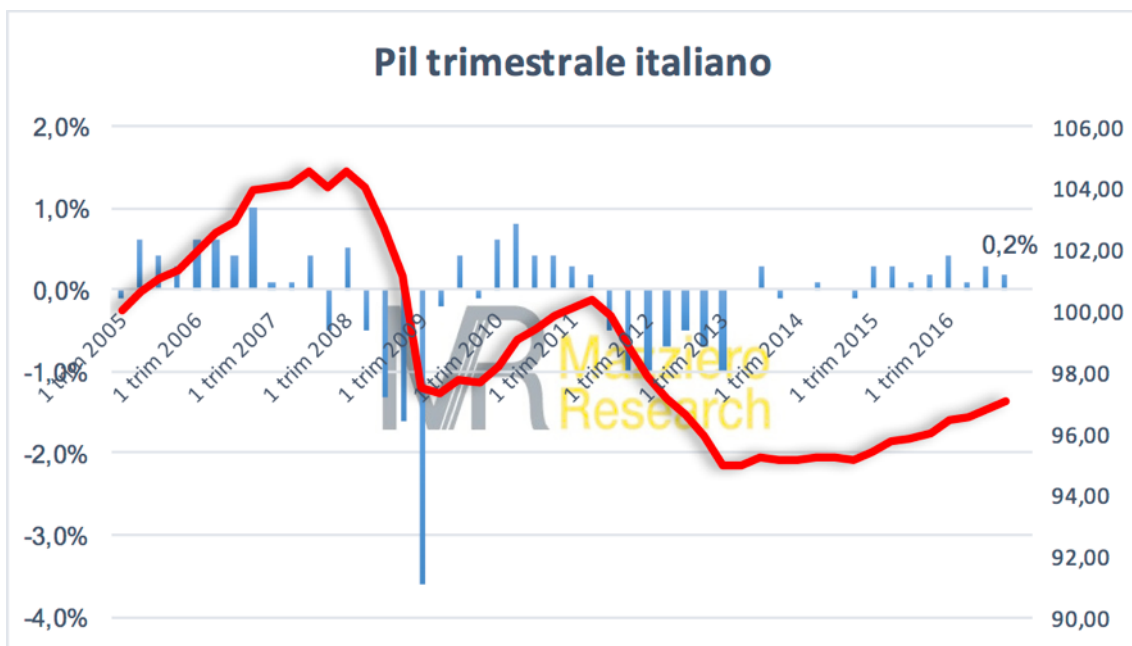


Figura 12: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 4 Trim. 2016
(Elaborazione su dati Istat)

Nella **Tabella 16** è possibile vedere tutte le variazioni trimestrali a partire dal 2005; mentre la **Figura 12** mostra la dinamica del Prodotto Interno Lordo, con istogrammi celesti per le variazioni trimestrali e la linea rossa per l'andamento cumulativo. Il divario con i livelli pre-crisi, raggiunti il primo trimestre 2008, resta sempre molto elevato ed è pari al 7,5%.

Questo aspetto si mostra in tutta la sua preoccupante realtà se confrontiamo l'andamento del PIL trimestrale con altri Paesi dell'Eurozona e con la Svizzera. Come si può notare dalla **Figura 13** che riporta le variazioni reali del PIL trimestrale definendo il 2007 a base 100, la Confederazione Elvetica ha subito meno di tutti la crisi, crescendo maggiormente.

A tal proposito, si rimanda a quanto scritto nella sezione dedicata all'**Inflazione**, dove la **Figura 21** mostra come la Svizzera sia rimasta per lunghi periodi con inflazione contenuta o addirittura deflazione, pur mantenendo una crescita soddisfacente. Ciò dimostra che la deflazione non è di per sé una condizione che determina una bassa crescita, come viene spesso argomentato dai media.

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%	-0,7%
2013	-1,0%	0,0%	0,3%	-0,1%
2014	0,0%	0,1%	0,0%	-0,1%
2015	0,3%	0,3%	0,1%	0,2%
2016	0,4%	0,1%	0,3%	0,2%

Tabella 16: PIL trimestrale dal 2005 al 4 Trim. 2016
(Elaborazione su dati Istat)

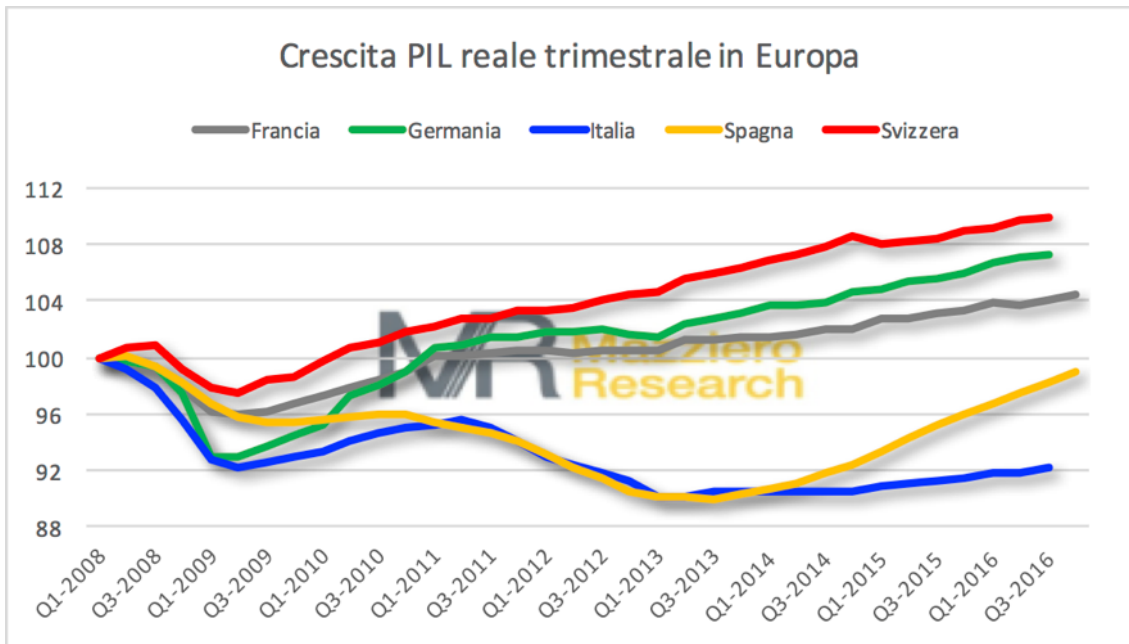


Figura 13: Confronto crescita PIL reale in Europa dal 2007 al 2016 (Elaborazione su dati OCSE)

Proseguendo nell'esame del grafico possiamo notare che anche Germania e Francia hanno recuperato i livelli pre-crisi e messo a punto una crescita non stratosferica, ma soddisfacente. La Spagna, invece, pur avendo raggiunto dei livelli di contrazione simili ai nostri, ha innescato dal 2014 un solido percorso di crescita che la porterà presto a superare i livelli pre-crisi. Non è così purtroppo per l'Italia, che traccheggia in una zona poco discosta dai livelli di massima crisi del 2013.

Qualche nota positiva giunge invece dalla produzione industriale (**Figura 14**) che aumenta dell'1,4% sul mese precedente (istogramma rosso); inoltre se si osserva la media a 3 termini (linea verde) si può individuare una tendenza crescente da circa un anno.

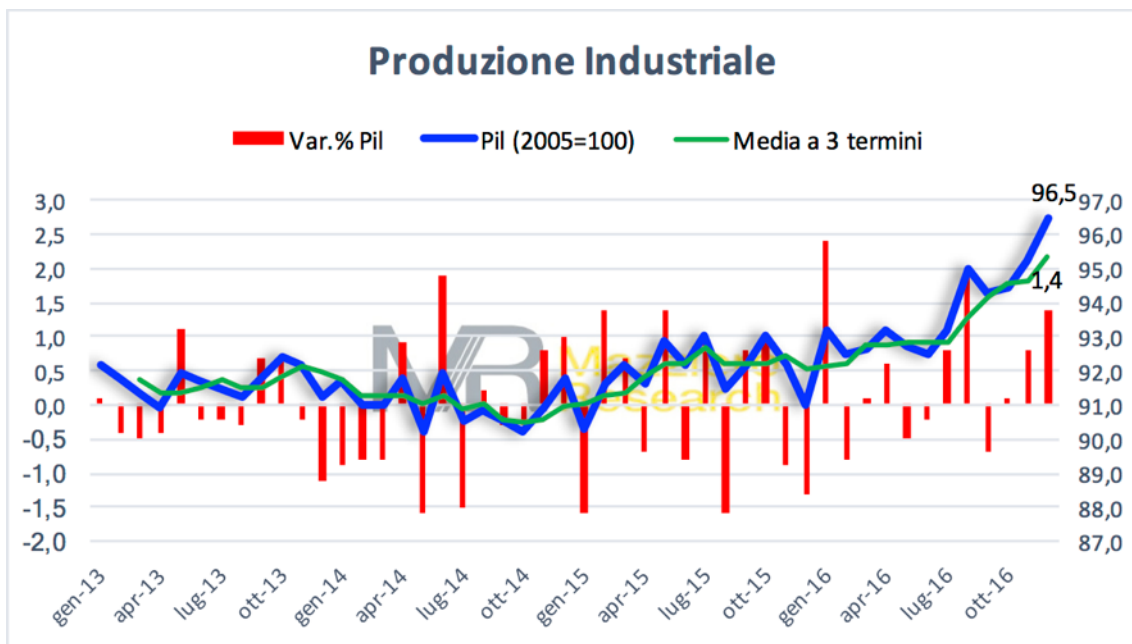


Figura 14: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a dic. 2016 (Elaborazione su dati Istat)

Il sistema dei pagamenti Target 2

Il sistema dei pagamenti Target 2 è balzato alle luci della cronaca il 18 gennaio, quando il Governatore della BCE Mario Draghi, rispondendo a un'interrogazione di due membri italiani del Parlamento Europeo, ha affermato: "Se un paese lasciasse l'Eurosistema, i crediti e le passività della sua banca centrale nazionale nei confronti della BCE dovrebbero essere regolati integralmente." Lasciando così intendere:

1. Che l'uscita dall'euro fosse possibile, a patto di regolare le pendenze della propria banca centrale.
2. Che l'Italia, in caso di uscita dall'euro, si sarebbe trovata con un debito di circa 360 miliardi, aggiuntivo al debito pubblico.

La dichiarazione di Draghi è stata poi ridefinita il 6 febbraio davanti al Parlamento Europeo con l'affermazione "La moneta unica è irrevocabile. La questione dell'uscita dall'euro non è contemplata dal Trattato".

Ma a quale debito faceva riferimento Draghi? Quali pendenze vi sono fra le banche centrali? Di seguito cerchiamo di capire meglio di cosa si tratta.

Il sistema dei pagamenti Target 2 regola i pagamenti commerciali e di investimento fra paesi all'interno dell'Eurozona: quando si genera un acquisto dall'Italia su un prodotto, o un investimento finanziario, di un altro paese dell'unione monetaria, la banca estera matura un credito nei confronti di quella italiana; debiti e crediti delle due banche vengono regolati dalle banche centrali del rispettivo paese, che riscuotono da una parte e accreditano la somma dovuta dall'altra. Poiché entrambe le banche centrali sono in realtà due filiali di un'unica banca centrale (la BCE) non vi è alcun trasferimento di denaro e i flussi vengono contabilizzati nel sistema dei pagamenti Target 2.

In un'economia equilibrata, con pari gradi di competitività, crescita e inflazione fra i vari paesi questi flussi monetari dovrebbero periodicamente compensarsi restando a livelli molto prossimi alla parità.

In realtà l'Eurozona è un'economia con un'unica moneta e con valori di inflazione, crescita e politiche fiscali differenti fra i vari paesi, il che genera differenze di competitività.

Quando una persona acquista un prodotto o effettua un investimento guarderà dove il prodotto costa meno, a parità di qualità, o dove in termini reali (depurati dall'inflazione) si ha un maggior rendimento, a parità di rischio. Ne consegue che i paesi più efficienti tendono ad assorbire flussi di capitale a scapito di quelli che sono meno competitivi.

È proprio quello che succede e si può constatare nella **Figura 15** dove i **paesi core** (Germania, Austria, Francia, Belgio, Olanda e Finlandia) assorbono i flussi monetari provenienti dai **paesi periferici** (Italia, Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia)

Se ora si passa a livello di singolo paese, considerando solo quelli di maggior peso nell'Eurozona (**Figura 16**) si può notare che mentre la Francia è pressoché in equilibrio, le partite creditorie tedesche si contrappongono alle partite debitorie di Italia e Spagna.

Ciò conferma come nell'unione monetaria la Germania faccia la parte del leone nell'assorbire flussi monetari, derivanti da attività commerciali o di investimento, e come questi corrispondano quasi interamente ai flussi monetari in uscita da Italia, Spagna e Francia.

Infatti la Germania aveva a dicembre 2016 un saldo netto positivo per 742,6 miliardi di euro, mentre Italia e Spagna avevano rispettivamente un saldo netto negativo per 363,6 e 333,4 miliardi di euro; negativo anche il saldo netto della Francia per 35,5 miliardi. Sommando fra loro le partite negative di Francia, Italia e Spagna si raggiungono 732,5 miliardi: cifra molto vicina al saldo positivo della Germania.

Segue alla pagina successiva

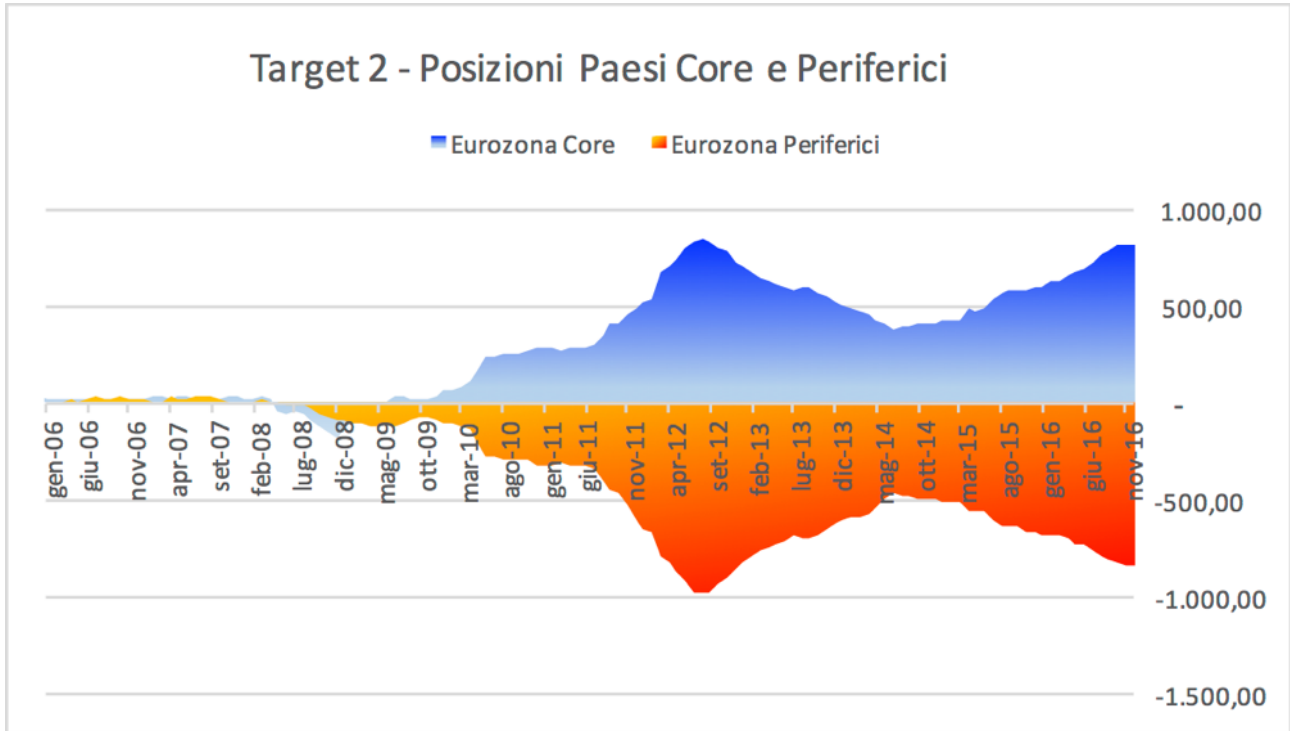


Figura 15: Posizioni Target 2 fra Paesi Core e Periferici
(Elaborazione su dati BCE)

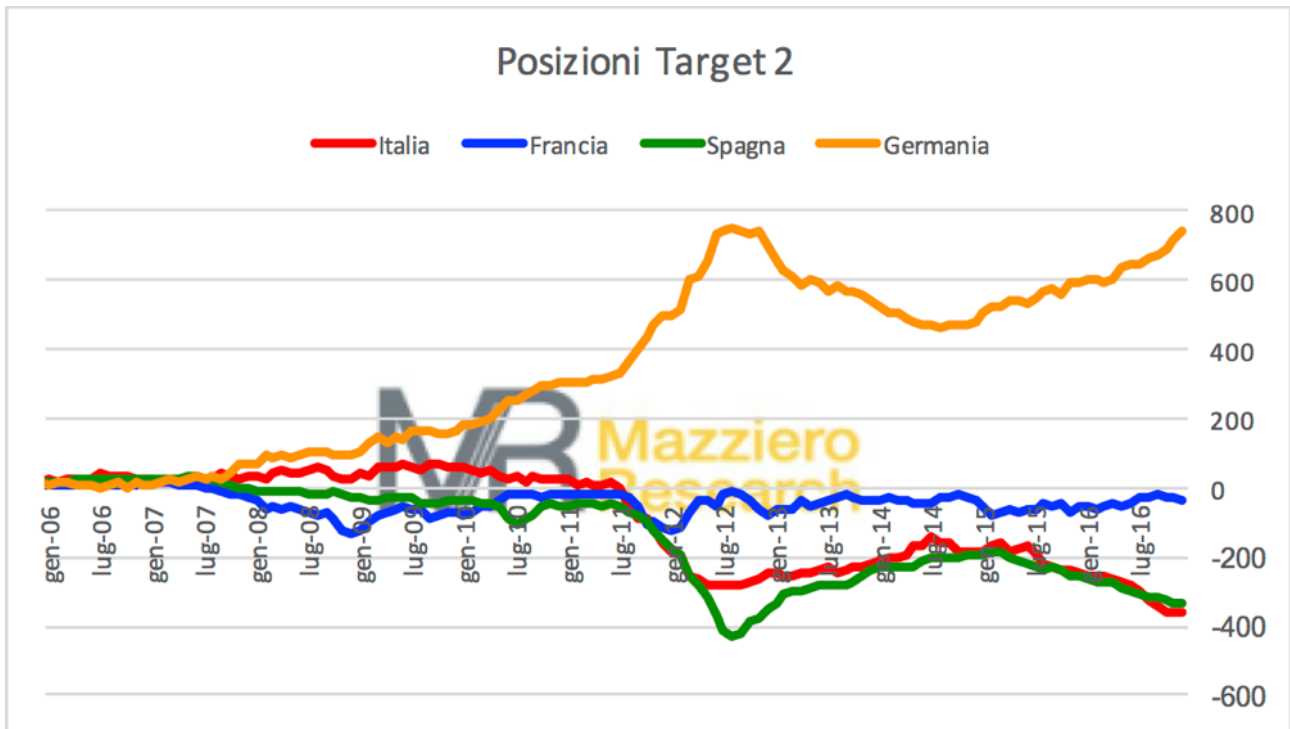


Figura 16: Posizioni Target 2 di Germania, Francia, Spagna, Italia
(Elaborazione su dati BCE)

Prodotto interno lordo (PIL, in inglese GDP)

Misura il risultato finale dell'attività produttiva di persone e imprese residenti. In Italia è calcolato mediante il "Metodo della produzione" che consiste nel sottrarre alla produzione i costi intermedi. Il PIL comprende: gli investimenti e i consumi finali dei soggetti privati, una parte della spesa dello Stato e delle amministrazioni pubbliche (es. non comprende la spesa per le pensioni e per gli interessi passivi sul debito pubblico), 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. La sua variazione comprende quindi la componente di inflazione.

PIL reale

Viene calcolato dividendo il PIL nominale per un numero indice dei prezzi.

Deflatore PIL

Indica quanta parte della variazione 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.

L'inflazione

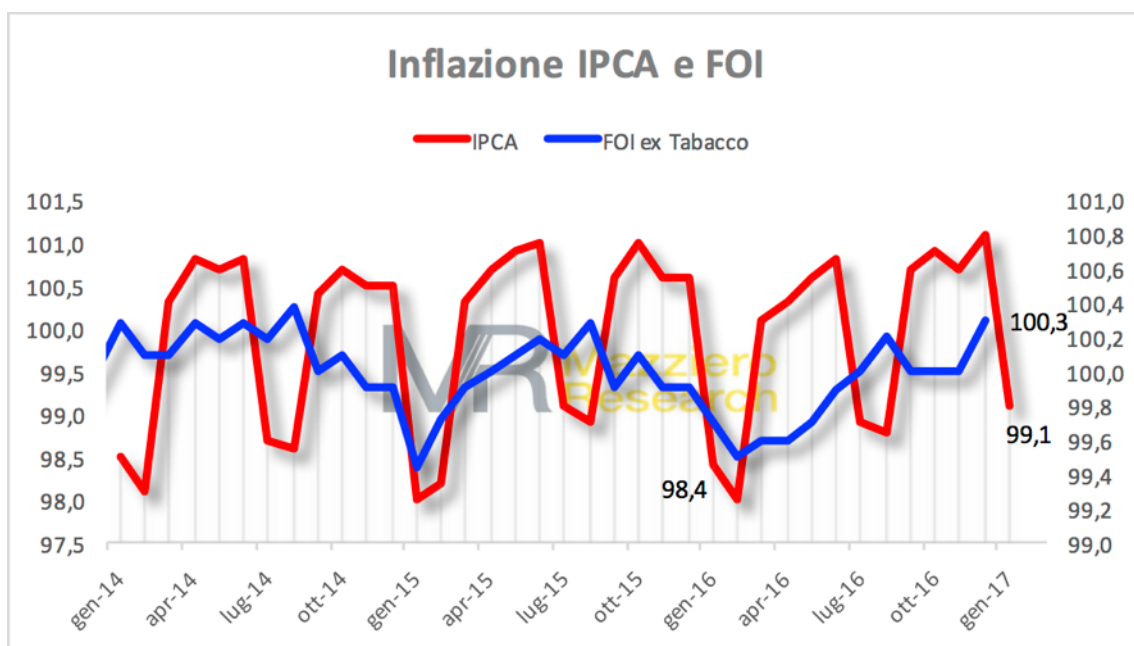


Figura 17: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2014 a gennaio 2017 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso di inflazione IPCA a gennaio è pari al +0,7%.
- Il tasso di inflazione FOI a dicembre è pari al +0,9% (dato di gennaio non disponibile alla data di pubblicazione, *ndr*).
- Il tasso di inflazione NIC a gennaio è pari al +0,9%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2016 è pari al +0,6%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 100,9.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 100,3.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 100,0.

Il commento

Sale l'inflazione su base annua +0,9% per l'indice NIC, +0,7% per l'indice armonizzato IPCA che consente di confrontare in modo omogeneo l'inflazione in ambito europeo.

Dalla **Figura 17** potremmo avere l'impressione di una diminuzione dell'inflazione, visto il forte calo dell'indice IPCA nell'ultimo mese, assieme alle continue oscillazioni derivanti dai saldi stagionali, non considerati nell'indice FOI. In realtà se osserviamo meglio possiamo constatare che il valore di gennaio 2017 è maggiore rispetto a quello del gennaio 2016 (99,1 contro 98,4, differenza +0,7).

INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC

Variazioni percentuali rispetto allo stesso mese dell'anno precedente

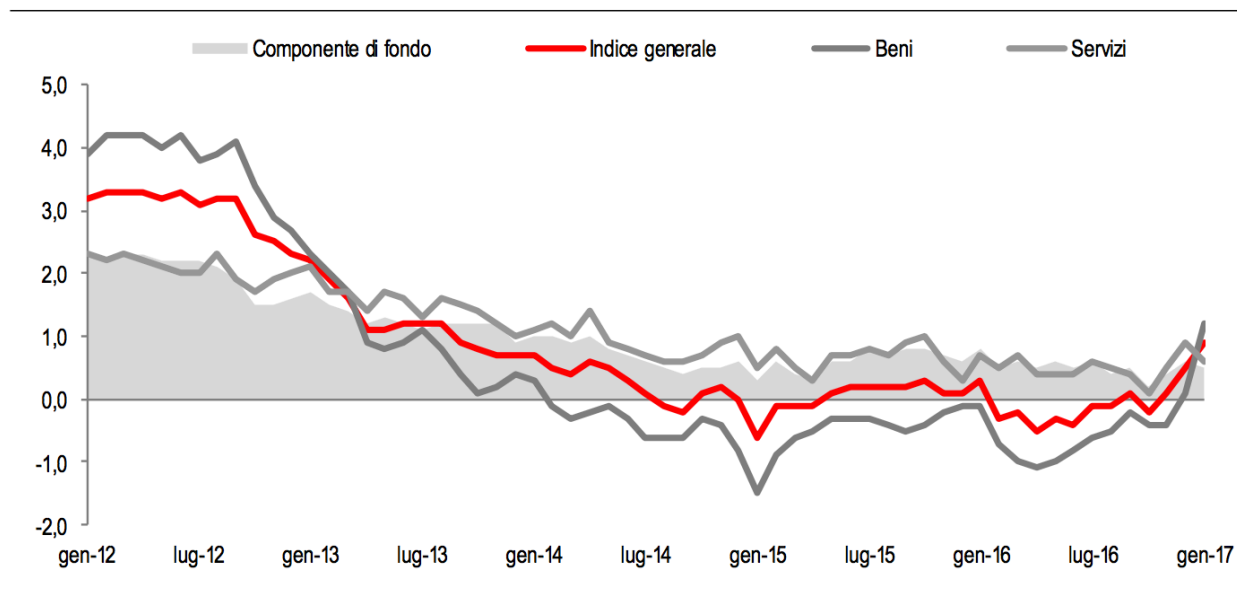


Figura 18: Indici dei prezzi al consumo NIC suddivisi per componenti
(Fonte Istat)

Questo aspetto lo si vede ancora meglio nella **Figura 18**, dove troviamo l'andamento dell'indice dei prezzi NIC disaggregato per i componenti: quella di fondo (area in grigio nel grafico), calcolata escludendo i beni alimentari non lavorati e i beni energetici, quella dei servizi e quella dei beni oltre all'indice generale. L'incremento dei beni è consistente negli ultimi mesi e ben al di sopra del livello di un anno fa; proprio questo elemento spinge all'aumento anche l'indice generale, sebbene il progresso delle altre componenti appaia piuttosto debole. Riassumendo abbiamo un aumento dell'indice in questo primo mese del 2017 non particolarmente brillante, ma un concreto scostamento rispetto al punto di flesso di un anno fa.

INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC, PER DIVISIONE DI SPESA

Gennaio 2017, pesi e variazioni percentuali (base 2015=100)

Divisioni di spesa	Pesi	gen-17 dic-16	gen-17 gen-16	dic-16 dic-15	gen-16 dic-15	Inflazione acquisita
Prodotti alimentari e bevande analcoliche	164.968	1,3	2,3	0,8	-0,2	2,2
Bevande alcoliche e tabacchi	32.019	0,0	1,8	1,8	0,0	0,5
Abbigliamento e calzature	73.620	-0,1	0,5	0,5	-0,1	0,2
Abitazione, acqua, elettricità e combustibili	107.280	0,7	-0,5	-1,8	-0,6	1,0
Mobili, articoli e servizi per la casa	72.371	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1
Servizi sanitari e spese per la salute	86.870	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2
Trasporti	139.331	-0,1	3,2	2,2	-1,1	1,5
Comunicazioni	26.125	-0,1	-3,4	-3,1	0,3	-1,5
Ricreazione, spettacoli e cultura	78.409	-0,5	-0,1	0,5	0,1	0,0
Istruzione	12.119	0,0	-0,9	-0,9	0,0	-0,7
Servizi ricettivi e di ristorazione	114.864	0,0	1,0	0,7	-0,3	-0,7
Altri beni e servizi	92.024	0,1	0,9	0,9	0,1	0,5
Indice generale	1.000.000	0,2	0,9	0,5	-0,2	0,6

Tabella 17: Indici dei prezzi al consumo NIC per divisione di spesa
(Fonte Istat)

Questo aspetto ci accompagnerà nei mesi futuri, anche con letture deboli dell'inflazione, purché di segno positivo, dandoci la sensazione di essere usciti definitivamente dalla deflazione.

I maggiori incrementi dei prezzi su base congiunturale (mensile) sono derivanti dall'aumento delle utenze domestiche (bollette acqua, gas e luce) e dagli alimentari, in particolare il prezzo dei prodotti ortofrutticoli, aumentati nell'ultimo mese di oltre il 14% a causa delle rigide condizioni meteorologiche.



Figura 19: Chi entra e chi esce dal paniere Istat per il calcolo dell'inflazione (Fonte Istat)

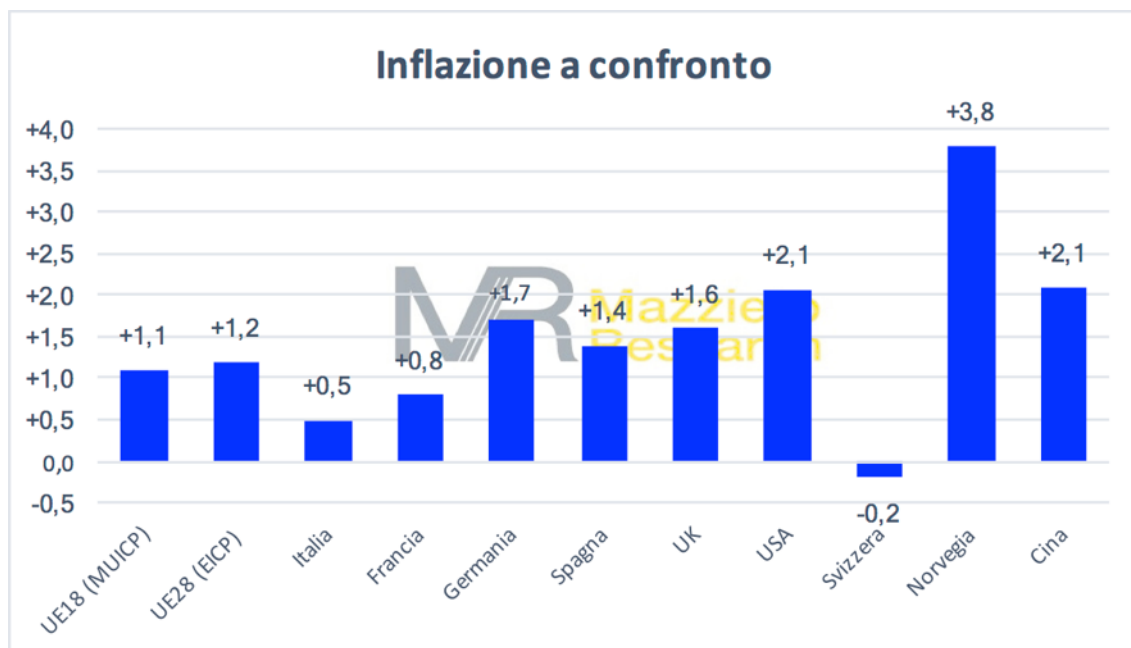


Figura 20: Inflazione nei vari Paesi a dicembre 2016
(Fonte: Eurostat)

Nella **Tabella 17**, che mostra le variazioni per divisioni di spesa, abbiamo riquadrato in rosso gli incrementi più rilevanti; su base annua, oltre agli alimentari, troviamo la spesa per trasporti principalmente dovuta all'aumento del petrolio e dei suoi derivati. È anche questa una tendenza che ci accompagnerà per i prossimi mesi, dato che il prezzo minimo del petrolio a 26 dollari il barile (WTI) fu segnato nella prima metà di febbraio 2016. Da questa disamina si comprende come l'attuale inflazione non abbia mutato lo scenario di fondo caratterizzato da bassi consumi da parte delle famiglie, ma sia dettato da condizioni esterne alle abitudini di spesa: l'aumento delle bollette imposto, l'incremento del prezzo dei vegetali a causa delle gelate e la salita del prezzo del petrolio determinato a livello globale. In pratica l'inflazione viene spinta piuttosto che essere generata da un aumento dei consumi.

La **Figura 19** riporta la nuova composizione del paniere Istat a partire dal 2017: si affacciano nuovi prodotti come cibi per vegetariani e vegani, soundbar (altoparlanti posti al di sotto del televisore), dispositivi da polso per attività sportive e action camera (quelle utilizzate per la ripresa in movimento), mentre escono le videocamere tradizionali.

La **Figura 20** mostra il livello dell'inflazione fra vari paesi, se si raffrontasse questo grafico con quello degli Osservatori precedenti si potrebbe notare come il panorama sia mutato radicalmente: tutti i paesi ad eccezione della Svizzera si trovano con un livello positivo dell'inflazione.

In particolare possiamo notare come vi sia una differenza superiore all'1% tra Germania e Italia. Da una parte si evidenzia il divario fra consumi nella norma in Germania e bassi consumi nel nostro paese, segno ancora di fragilità, ma dall'altro questa differenza è benefica perché contribuisce a un recupero di competitività.

Osservando, infatti, la **Figura 21**, che riporta l'andamento dell'inflazione di Italia, Germania, Svizzera ed Eurozona dal 2009 ad oggi, possiamo notare che il nostro paese ha avuto sino al 2013 un'inflazione superiore alla Germania, aggravando così il rapporto di competitività fra i due paesi. Infatti in un'economia dove vige la libera circolazione di beni e capitali, gli acquisti e i flussi finanziari si dirigono verso quei paesi che presentano un aumento dei prezzi inferiore (si veda a tal proposito il **Riquadro 10** dedicato al sistema **Target 2** nella sezione relativa al **Prodotto Interno Lordo**).

Un discorso differente va fatto per la Svizzera, paese che dimostra come non necessariamente la deflazione rappresenti un elemento negativo quando questa non deriva da una carenza dei consumi.

Sempre dalla **Figura 21** si può notare che dal 2009 ad oggi l'inflazione elvetica si è sempre mantenuta tra +1 e -1%, con piena occupazione e con una crescita che in termini reali è ben superiore anche della Germania (si veda la **Figura 13** nella sezione relativa al **Prodotto Interno Lordo**).

In analogia a quanto già detto per la Svizzera la bassa inflazione e deflazione ha contribuito a un incremento della competitività che ha portato il franco svizzero a un forte apprezzamento, attraendo capitali sia come porto sicuro oltreché come paese con stabilità dei prezzi.

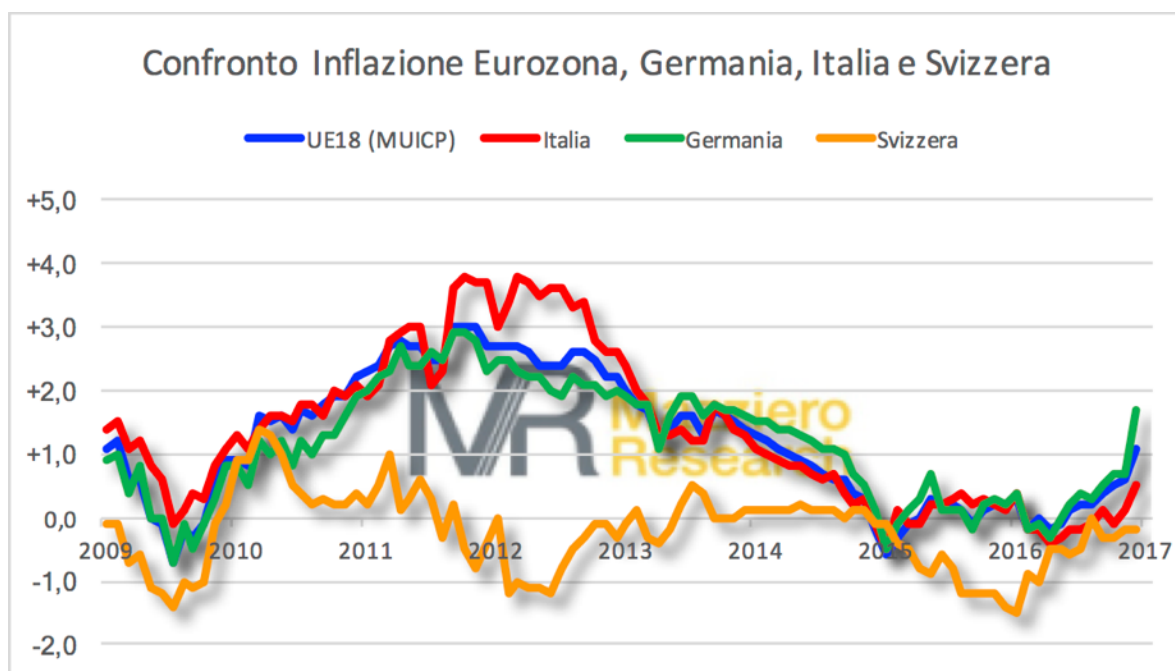


Figura 21: Confronto andamento inflazione Europa dal 2009 a gennaio 2017 (Elaborazione su dati Istat)

Riquadro 12

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

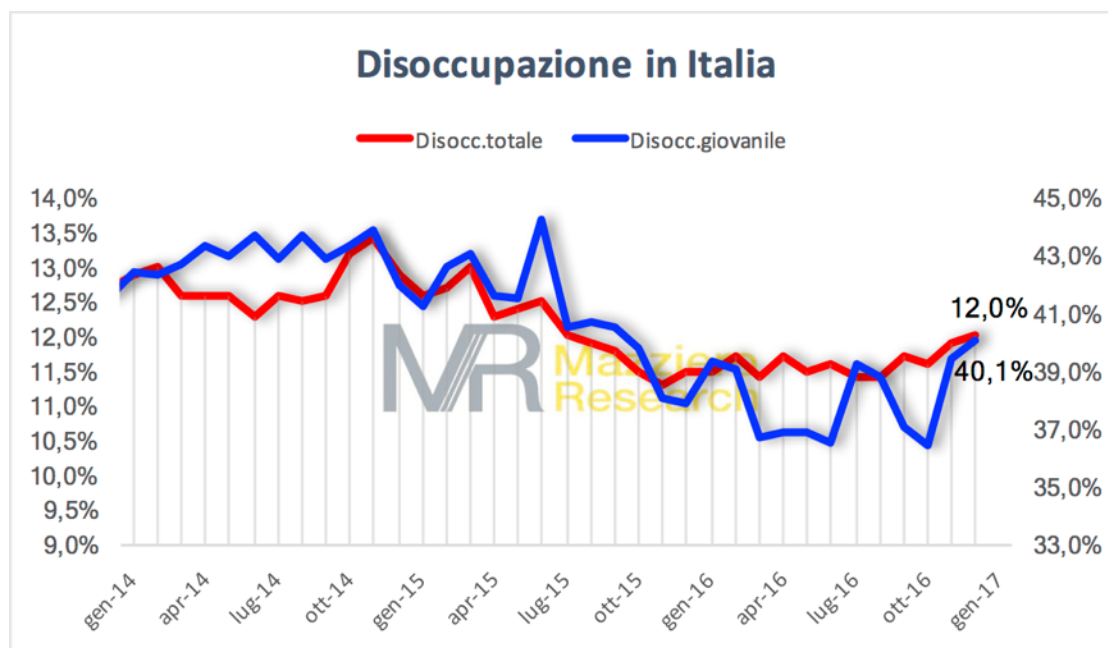


Figura 22: Disoccupazione in Italia da gennaio 2014 a dicembre 2016
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 12,0% a dicembre 2016; record storico 13,4% a novembre 2014. 40,1% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 44,2% rilevato a giugno 2015.
- Tasso di occupazione: 57,3% della popolazione tra 15 e 64 anni;
- Tasso di inattività: 34,8% della popolazione tra 15 e 64 anni; minimo degli ultimi 5 anni, stabile negli ultimi mesi.
- Cassa integrazione: da gennaio a dicembre 2016 autorizzate 582 milioni di ore; da gennaio a dicembre 2015 furono autorizzate 677 milioni di ore.

Il commento

Continua a salire la disoccupazione in Italia seppur leggermente (+0,1% al 12%) confermando comunque un trend di crescita iniziato nell'agosto scorso. Supera nuovamente il 40% la disoccupazione giovanile (40,1%) in aumento di 0,7 punti percentuali dal mese precedente.

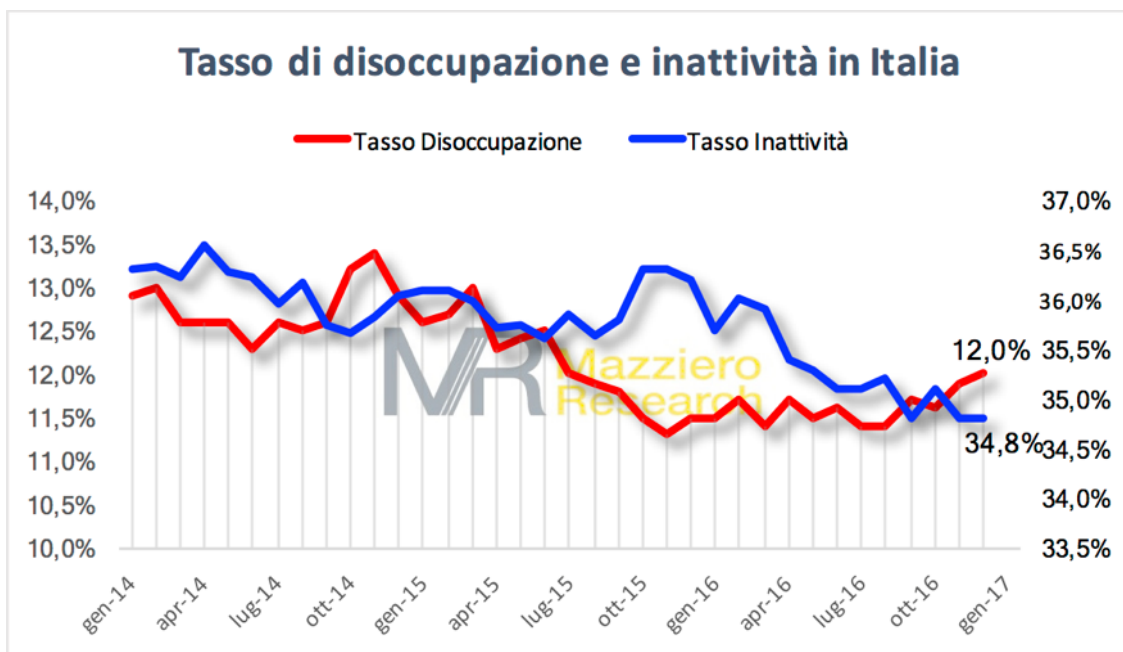


Figura 23: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2014 a dicembre 2016 (Elaborazione su dati Istat)

La lettura della disoccupazione è ancor più negativa se consideriamo che l'aumento di disoccupazione non si accompagna, come era accaduto nei mesi scorsi, a una riduzione del tasso di inattività che resta costante al 34,8% su base congiunturale (mensile). Quindi l'aumento di disoccupazione deve essere inteso come una reale diminuzione degli occupati e non come un aumento delle persone che si affacciano al mondo del lavoro.

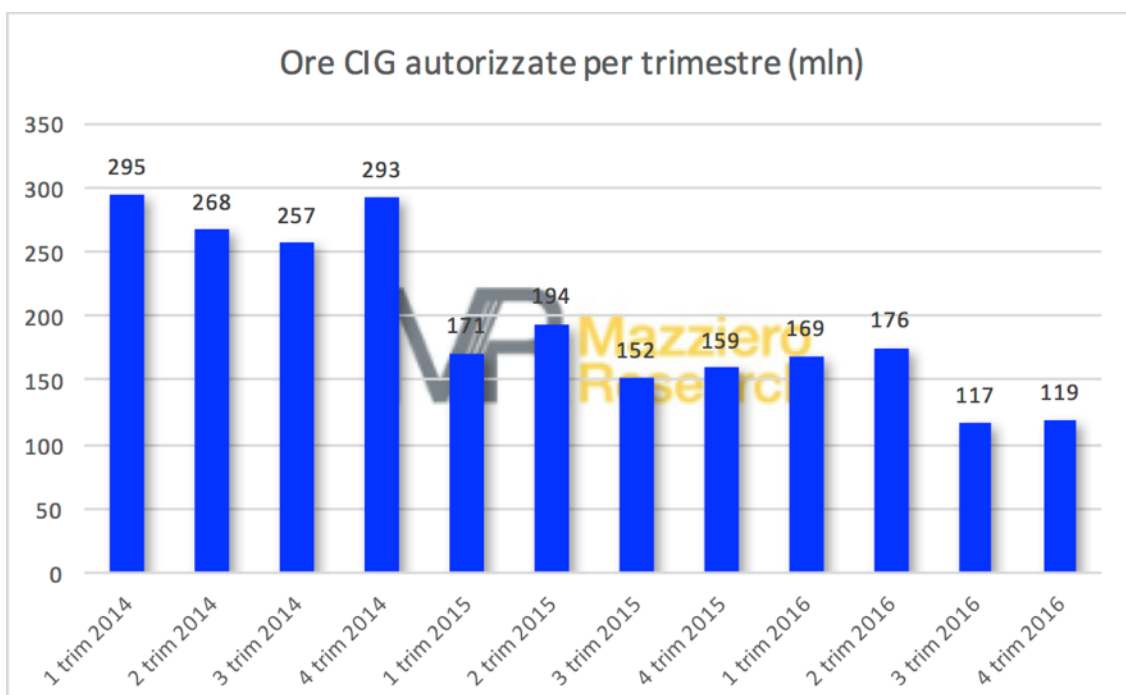


Figura 24: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2014 al 4 trim 2016 (Fonte: Inps)

Positiva l'evoluzione della Cassa Integrazione che su base trimestrale prosegue un trend discendente. Nell'intero 2016 sono state autorizzate 582 milioni di ore, in forte riduzione rispetto alle 677 milioni di ore autorizzate nel 2015. Solo in parte questa diminuzione potrebbe derivare dall'esaurimento del periodo di tutela e quindi si può pensare ad un effettivo minor ricorso alla Cassa Integrazione da parte delle aziende.

Tuttavia il mercato del lavoro resta fragile se lo si confronta con quello europeo dove la Germania scende per la prima volta al di sotto del 4% (tasso 3,9%), mentre solo la Spagna, ad eccezione del caso patologico greco, resta al di sopra del 15% seppur in veloce discesa.

La media dell'Eurozona, invece, è poco al di sotto del 10% e risulta in linea con quella francese al 9,6%. Ne consegue un quadro ancora poco incoraggiante per la disoccupazione italiana che, in controtendenza rispetto ai partner europei, è aumentata al 12%; se a questo valore si aggiungesse la quota rappresentata dalla Cassa Integrazione si avrebbe un ulteriore aumento dell'1,2% che la porterebbe oltre la quota del 13%.

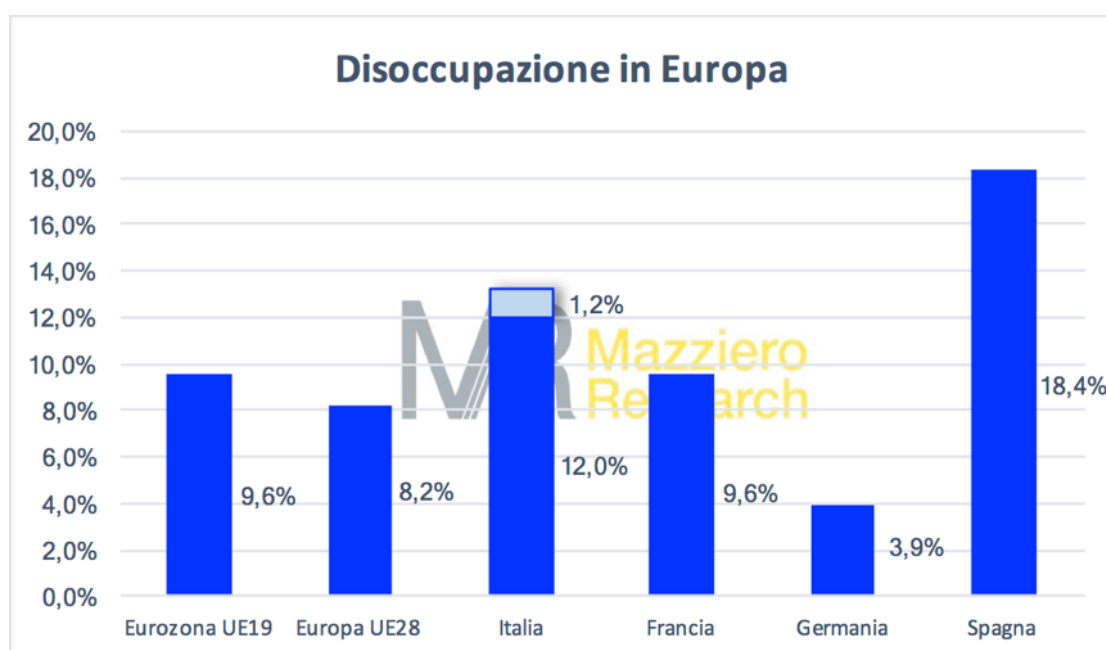


Figura 25: Disoccupazione in Europa a dicembre 2016
(Elaborazione su dati Eurostat)

Riquadro 13

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

La morte sarebbe troppo semplice La nazionalizzazione di Monte dei Paschi si avvicina, grazie alla complicazione della normativa UE

(Il commento)
di Andrew Lawford, CFA

Il titolo di questo articolo è stato preso da un recente commento del Financial Times riferito al momento di grande ribasso, qualche mese fa, per Deutsche Bank. A parere di chi scrive, è altrettanto applicabile alla vicenda del Monte dei Paschi di Siena, in cui si ha veramente la sensazione che la morte sarebbe stata troppo semplice rispetto a ciò che si sta facendo per salvare il “Babbo Monte”. Per quanto riguarda la Deutsche, poteva rivelarsi molto interessante vedere l’attuazione del rigore tedesco, nel rispetto delle regole UE, applicata al potenziale dissesto della banca sistemica europea per eccellenza. Tuttavia, almeno per il momento, ci si dovrà concentrare sulla crisi bancaria italiana, che continua giorno dopo giorno ad occupare le pagine dei giornali.

Nel corso del 2016, si è già avuto modo di commentare l’evidente fabbisogno di capitale di MPS (si veda il commento dell’Osservatorio del secondo trimestre 2016). È stato evidenziato che un vero risanamento della banca probabilmente necessitava di un aumento di capitale per circa 15 miliardi €, considerando non solo l’evidente bisogno di svalutare ulteriormente i crediti deteriorati (che all’epoca avevamo stimato con un valore di 8,5 miliardi € in meno rispetto a quanto iscritto al bilancio), ma anche la necessità di apparire come una banca seria, con mezzi propri adeguati sia per fare fronte agli errori del passato sia per poter investire nel futuro. Una banca è un’impresa come tutte le altre e ha bisogno di un progetto che vada oltre il solito ritornello di “salvaguardare i risparmi” o “proteggere i posti di lavoro”. Purtroppo, il mese di dicembre 2016 ha portato la triste notizia che, nonostante i 37 milioni € spesi per advisor, e altro ancora, per trovare

una soluzione privata al caso MPS, questa strada non sarebbe stata praticabile.

Alla fine, questa mancata soluzione è la prova di una totale mancanza di credibilità, che si riscontra anche tra le righe dei risultati per l'intero anno 2016, dove sono state registrate ulteriori svalutazioni dei crediti in sofferenza, accompagnate dalla seguente spiegazione:

“Rettifiche di valore nette per deterioramento crediti, attività finanziarie e altre operazioni pari a 4.501 milioni di euro, superiori di circa 2.508 milioni di euro a/a, per componenti non ricorrenti (2.592 milioni di euro) legate all’aggiornamento delle metodologie e dei parametri utilizzati nella valutazione dei crediti.”

Quindi, se qualcuno pensa che la valorizzazione dei crediti bancari sia una scienza esatta piuttosto che un mondo in cui regnano la teoria e le opinioni, è bene che legga due volte la dichiarazione precedente. I crediti sono stati svalutati **non tanto perché erano peggiorati, quanto perché la banca ha cambiato il metodo di valutazione.**

Il salvataggio

Come già anticipato nel precedente articolo su questo tema, il salvataggio arriva, ma prima deve attraversare la giungla creata dalla normativa UE. La meta è sempre la stessa, ma la spiegazione, se data in termini tecnici, farebbe quasi pensare che l'operazione avesse un'altra natura. Così è nell'UE: la complicazione si può combattere soltanto con ulteriori complicazioni.

L'audizione della Banca d'Italia alle commissioni riunite nel mese di gennaio ha reso chiaro il concetto che è giusto che anche le banche italiane vengano salvate:

“Riduce almeno in parte lo svantaggio concorrenziale del nostro sistema bancario, che nel confronto europeo non ha sinora beneficiato di aiuti di Stato se non in misura trascurabile.”

Proprio così: tutti hanno potuto giocare con i soldi dello Stato, e quindi per quale motivo le banche italiane dovrebbero soffrire di uno “svantaggio concorrenziale” derivante dal fatto che solo ora si arriva al dunque per le peggiori situazioni? Il problema però rimane nell’aggirare le regole contro gli aiuti di stato e quelle che governano la risoluzione bancaria (si veda il precedente articolo su questo tema). Fortunatamente, il tutto si risolve se il salvataggio si imposta per “...evitare o porre rimedio a una grave perturbazione dell’economia e preservare la stabilità finanziaria...”.

Queste parole magiche hanno permesso allo Stato di offrire garanzie per l’emissione di nuovi titoli obbligazionari da parte delle banche che ne fanno richiesta. Finora, si è avuto notizia di due emissioni di MPS per un totale di 7 miliardi €, due emissioni Veneto Banca per un totale di 3,5 miliardi € e un’emissione della Popolare di Vicenza per 3 miliardi €. È curioso considerare che più o meno contestualmente all’emissione delle obbligazioni garantite, Veneto Banca ha anche annunciato di aver venduto il suo Learjet 60, uno degli aerei privati più lussuosi al mondo; certo che i tempi sono proprio duri quando si deve tornare a fare la coda in aeroporto, o addirittura riscoprire il viaggio in treno.

In un batter d’occhio, e apparentemente con il benessere delle istituzioni europee, sono stati concessi 13,5 miliardi € di garanzie statali. La cosa bella, oltretutto, è che non solo non costano niente allo Stato italiano, ma generano anche delle commissioni attive! Ma il colmo è arrivato con i vari comunicati stampa delle banche emittenti, che in tutti i casi sopra menzionati, hanno incluso una dichiarazione come questa di MPS in data 25 gennaio:

“I titoli, assistiti da garanzia dello Stato ai sensi del Decreto Legge n. 237/2016, sono stati sottoscritti interamente dall’emittente e verranno venduti sul mercato, o utilizzati come collaterale a garanzia di operazioni di finanziamento, nel corso del 2017.”

Sembra incredibile, ma è vero: **le nuove emissioni sono state sottoscritte dalle banche stesse!**

La prima reazione può essere quella di contestare la natura assurda del sistema finanziario vigente nel 2017: una serie di banche messe male hanno la possibilità di emettere titoli garantiti dallo Stato, ma poi decidono di comprarseli loro. Non solo sembra un controsenso (è come fare un contratto di prestito con se stessi), ma comporta il pagamento di una commissione a favore dello Stato per aver prestato la garanzia. Tuttavia, la chiave di lettura è da ricercarsi nelle parole “*utilizzati come collaterale a garanzia di operazioni di finanziamento...*”, ovvero, sono titoli utili per ottenere prestiti dalla BCE nelle sue operazioni di rifinanziamento. Non è un caso che tutte queste emissioni siano apparse nell’elenco dei titoli accettati dalla BCE come collaterale, con uno scarto tra il 13 e il 22,5% a seconda della scadenza del titolo (l’unico titolo con scarto al 13% è una delle emissioni MPS con scadenza tra un anno). Il tasso di rifinanziamento della BCE è attualmente allo 0%, rendendo l’operazione piuttosto vantaggiosa per le banche: ricevono soldi gratis, a parte la commissione allo Stato italiano per aver prestato la garanzia (le cedole sui titoli sono irrilevanti perché vengono pagate dalle banche a se stesse). Dal punto di vista dello Stato, invece, se non verrà mai chiamato a far fronte alla garanzia assunta, sarà riuscito a contribuire al risanamento del sistema bancario e verrà anche pagato per il privilegio. Purtroppo, se la garanzia verrà chiamata, si dovranno aggiungere svariati miliardi al debito pubblico.

Per ottenere quanto sopra, c’è anche una condizione che le banche devono aver presentato “*un piano di ristrutturazione per confermare la redditività e la capacità di raccolta di lungo termine senza ricorso al sostegno pubblico*”. La credibilità di questi piani è alquanto discutibile; come nelle statistiche, se si torturano i dati a sufficienza, diranno ciò che vogliamo sentire. Inoltre, c’è anche l’importante possibilità, presto in arrivo per MPS, che fa sottoscrivere allo Stato le nuove azioni bancarie (con un meccanismo di conversione delle obbligazioni subordinate che permette di rispettare il principio di “ripartizione degli oneri”, ma senza danneggiare i risparmi degli elettori).

Per l'ultima parola, si ritorna alle dichiarazioni della Banca d'Italia, che sostiene quanto segue:

“L'applicazione del DL al caso del Monte dei Paschi di Siena rappresenta un punto di svolta per la banca e rimuove, anche nella percezione del mercato, un rischio elevato per l'intero sistema bancario italiano.”

Si spera che, questa volta, l'intervento su MPS possa essere l'inizio di una ripresa vera per la banca, oltre a correggere la percezione del mercato (che non è del tutto sbagliata). La cosa meno auspicabile sarebbe l'ingresso a lungo termine dello Stato nel capitale di diverse banche: in qual caso sicuramente la morte sarebbe stata una fine migliore.

Bibliografia

Entrambi del 17 gennaio 2017:

Audizione sul decreto legge 23 dicembre 2016 n. 237 (Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio) di Carmelo Barbagallo, Capo del Dipartimento vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia; Commissioni riunite 6a del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro) VI della Camera dei Deputati (Finanze)

Sullo stesso tema: **Audizione del Direttore Generale dell'ABI Dott. Giovanni Sabatini**

Monte dei Paschi di Siena; approvazione risultati al 31 dicembre 2016 (rilasciati in data 9 febbraio 2017)

Financial Times: “Deutsche Bank: death would be too simple” (29 settembre 2016)

Protezionismo e mercati non concorrenziali

(Note economiche)
di Gabriele Serafini

In un mercato come quello attuale, per considerare gli effetti dei dazi sulle importazioni non è sufficiente riflettere come se il mercato fosse concorrenziale.

Protezionismo e forme di mercato

Nelle discussioni aperte sui media, la generale preoccupazione circa i riflessi economici di una politica protezionistica è rivolta verso un rischio di riduzione degli scambi internazionali e del PIL.

L'impianto generale delle considerazioni ruota, solitamente, attorno ad un modello di mercato concorrenziale per il quale l'effetto negativo sul PIL, dovuto alla riduzione degli scambi internazionali, è compensato da effetto positivo sull'occupazione, dovuto al rientro nel territorio nazionale delle produzioni che si erano spostate in paesi che permettevano costi di produzione minori.

La battaglia delle opinioni è quindi prevalentemente combattuta sul terreno di quale dei due effetti sia destinato a prevalere nel tempo.

Da parte nostra, riteniamo utile rilevare che una ulteriore conseguenza non trascurabile potrebbe essere costituita dalla traslazione, sui prezzi delle merci, dei maggiori costi di produzione che saranno sostenuti dalle aziende che si trasferiranno di nuovo sui territori dai quali si erano spostate. L'alta probabilità che questo effetto si verifichi è dovuta al fatto che i mercati economici attuali non sono caratterizzati dalla

concorrenza perfetta ma *imperfetta*, ossia dalla possibilità per le imprese di incidere parzialmente sul prezzo di mercato, invece di subirlo passivamente. Nel caso delle decisioni protezionistiche della Presidenza Trump di questo periodo, ciò significa che in caso di aumento dei costi di produzione dovuto al trasferimento negli USA, le imprese potranno essere in grado di alzare i prezzi di vendita cercando di contrastare la riduzione dei profitti che deriverà dalla crescita dei costi di produzione.

Mentre in un mercato concorrenziale, infatti, le imprese subirebbero un peggioramento della propria efficienza produttiva e quindi dovrebbero immediatamente accettare una riduzione dei propri *profitti*, in un mercato *non* concorrenziale come quello reale, la possibilità di scaricare più rapidamente sui prezzi delle merci un aumento dei costi di produzione potrà causare un effetto negativo, non necessariamente temporaneo, sia sui *salari* che sull'*occupazione*.

Dal lato salariale, un aumento dei prezzi di alcune merci, oltre a modificare il modo in cui i consumatori spendono il proprio reddito sui vari prodotti acquistabili, potrà determinare a catena anche una crescita dei prezzi delle merci direttamente e indirettamente collegate a queste, causando una contrazione generalizzata dei salari reali.

Dal lato occupazionale, questo effetto potrà provocare una riduzione delle vendite e quindi della produzione di auto, non causato dalla minore efficienza delle produzioni ma dalla struttura dei mercati *non* concorrenziali che permettono, appunto, di traslare sui lavoratori l'aumento dei costi delle imprese.

Il caso concreto

Secondo i dati pubblicati da Il sole 24 ore,¹ ad esempio, il costo di produzione di un'auto in Messico è pari a 22.900 dollari, mentre negli USA è più alto di circa il 9%, e pari a 25.000 dollari. Se le imprese saranno in grado di trasferire questo incremento dei costi sui prezzi di vendita, dato che l'elasticità della domanda delle auto rispetto al prezzo è stimabile in 1,2,² il trasferimento delle produzioni dal Messico agli USA potrà causare una contrazione delle vendite di automobili prodotte negli Stati Uniti di circa l'11%. Ciò significa che, oltre alla riduzione del potere di acquisto dei salari causato dall'aumento dei prezzi delle auto, la struttura attuale del mercato determinerebbe per questa via una riduzione della vendita di auto e quindi della loro produzione, con conseguente riduzione dell'occupazione.

È da notare che questa contrazione dei salari e dell'occupazione non sarebbe dovuta ad una contrazione degli scambi internazionali, ma solo alla *struttura* del mercato, sulla quale non abbiamo notato riflessioni nelle ultime settimane. A nostro avviso, i motivi per questa mancata riflessione sulle cause, dovute alla struttura non concorrenziale dei mercati, sono almeno tre.

1) Esiste indubitabilmente una vecchia lotta politica ed economica fra liberismo da un lato e interventismo o collettivismo dall'altro. Questa lotta fa principalmente confrontare due forme di mercato oggi praticamente inesistenti: da un lato un mercato concorrenziale, appunto, nel quale le imprese subiscono il prezzo stabilito impersonalmente dal mercato stesso, e dall'altra una economia

¹ http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/01/25/trump-avvisa-big-dellauto-tutti-vantaggi-della-produzione-messico/?refresh_ce=1.

² http://users.unimi.it/baldi/FRISIO/03_Elasticita.pdf

pianificata nella quale i prezzi sono stabiliti da organismi politici che stabiliscono anche i livelli produttivi.

2) Un secondo motivo è più personale, perché coloro i quali decidono gli investimenti, avendo la necessità di sentirsi liberi di decidere se investire o no, immaginano che il mercato sia prevalentemente caratterizzato da una libertà individuale e quindi dalla concorrenza fra tutti, come conseguenza della indipendenza delle proprie scelte da quelle degli altri. In questo modo, egli non si rende conto del fatto che ad oggi più che di indipendenza delle scelte individuali si dovrebbe parlare di *indifferenza*, ossia di scelte di ciascuno che influiscono su quelle degli altri ma delle quali non ci si ritiene individualmente responsabili.

3) Un terzo motivo è infine legato al modo in cui è insegnata l'economia. Nei corsi universitari introduttivi alla scienza economica, solitamente, il mercato concorrenziale è spiegato come il prototipo di tutti i mercati, dai quali quelli reali si distanziano a causa di imperfezioni, alcune ritenute anche insuperabili. I mercati di concorrenza imperfetta, oligopolistici e monopolistici sono quindi classificati in funzione della loro minore efficienza rispetto ai mercati concorrenziali, sia in termini di minore produzione realizzata, sia di maggiori prezzi praticati nonché di inefficiente distribuzione dei redditi prodotti.

I mercati ideali e quelli reali

Tutto questo spinge ad una riflessione automatica verso politiche a favore della concorrenza, eventualmente accompagnate da provvedimenti in grado di correggere effetti sperequativi della distribuzione del reddito. Il punto è che se un mercato reale è di concorrenza imperfetta oppure oligopolistico, come quello delle auto,

nel quale sono anche presenti forti regolamentazioni che obbligano a determinati standard produttivi (norme anti-inquinamento, sicurezza stradale, ecc.), gli strumenti teorici da impiegare dovrebbero essere tratti, ad esempio, dalla Teoria dei giochi applicata al settore economico, e così impareremmo che la situazione economica successiva a provvedimenti economici come questi protezionistici, non è economicamente prestabilita, ma dipende dai risultati delle interazioni che si sviluppano fra le forze in campo - inclusi gli stessi provvedimenti di politica economica - e i rapporti di forza fra le aziende, i lavoratori ed i consumatori. Il risultato non è chiaramente prevedibile, come del resto qualsiasi futuro; ma in questo caso, a maggior ragione, è la scienza economica a dirci che ciò accade per via della struttura non concorrenziale del mercato che implica un risultato in funzione dei *poteri realmente* esistenti sul mercato e non dovuto solamente ai limiti *artificiali* imposti al funzionamento di un mercato concorrenziale.

Conclusioni

Il 2016 si chiude con un debito pubblico in aumento di 45 miliardi, un risultato peggiore rispetto ai 35,6 miliardi del 2015, aggravato dai 20 miliardi destinati ai salvataggi bancari. Peggio andrà nel primo semestre del 2017 con un incremento del debito che stimiamo ragguardevole.

Incoraggianti i progressi nel rapporto tra entrate e uscite, che appare più bilanciato, sebbene si spenda ancora più di quanto si riesca ad introitare.

La crescita resta fragile e insufficiente, i progressi trimestrali sono minimali e il PIL resta al di sotto del 7,5% rispetto ai livelli pre-crisi del 2008; buona la produzione industriale che mostra una tendenza crescente da circa un anno.

L'inflazione inizia a crescere, spinta più da cause esterne che da una ripresa dei consumi; la disoccupazione, cessati gli effetti benefici del Jobs Act, ristagna intorno al 12%, mentre quella giovanile è nuovamente oltre il 40%.

L'Italia resta un paese fermo, dove i privati non consumano e non investono, mentre la classe politica vive in un mondo parallelo pensando più a campagne elettorali che a riforme strutturali.

Maurizio Mazziero

Stime debito pubblico sino a giugno 2017

Debito pubblico a gennaio 2017:
2.248 miliardi (in forte aumento)
Intervallo confidenza al 95%:
compreso tra 2.244 e 2.252 miliardi
Dato ufficiale verrà pubblicato il:
15 marzo 2016

Debito pubblico a giugno 2017:
compreso tra 2.290 e 2.311 miliardi
Intervallo confidenza al 95%
Dato ufficiale verrà pubblicato a:
metà agosto

Stima spesa per interessi a fine 2017

Spesa per interessi a fine 2016: **68,5 miliardi di euro.**
Stime spesa per interessi a fine 2017: **70,5 miliardi di euro.**

Nota per la distribuzione

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

Invito ad approfondire

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

Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*
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*
Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2017-19 - Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini*, 7 novembre 2016
Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016 - Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini*, 3 ottobre 2016
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 2016*, novembre 2016
Corte dei conti, *Determinazione e relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria dell'Istituto Nazionale di Previdenza Sociale (INPS)*, 9 febbraio 2017
Corte dei conti, *Audizione della Corte dei conti sul disegno di legge di bilancio per l'anno 2017*, 7 novembre 2016
Corte dei conti, *Audizione della Corte dei conti sulla Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016*, 3 ottobre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Finland at 'AA+'; Outlook Stable*, 17 febbraio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Sweden at 'AAA'; Outlook Stable*, 10 febbraio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Slovakia at 'A+'; Outlook Stable*, 10 febbraio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 3 febbraio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Portugal at 'BB+'; Outlook Stable*, 3 febbraio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB+'; Outlook Stable*, 27 gennaio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Denmark at 'AAA'; Outlook Stable*, 27 gennaio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Ireland at 'A'; Outlook Stable*, 13 gennaio 2017
Fitch, *Fitch Downgrades Belgium to 'AA-'; Outlook Stable*, 23 dicembre 2016
Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 9 dicembre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Estonia at 'A+'; Outlook Stable*, 18 novembre 2016
Fitch, *Fitch Affirms the Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 4 novembre 2016
Fitch, *Fitch Revises Italy's Outlook to Negative; Affirms at 'BBB+'*, 21 ottobre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 14 ottobre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Switzerland at 'AAA'; Outlook Stable*, 7 ottobre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Norway at 'AAA'; Outlook Stable*, 7 ottobre 2016

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*
 Istat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*
 Istat, *Produzione industriale*
 Istat, *Stima preliminare del Pil*
 L'Huffington Post, *La vera storia delle clausole di salvaguardia*, Maria Cecilia Guerra, 1 agosto 2016
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro
 Moody's, *Moody's changes outlook on Italy's Baa2 issuer rating to negative; affirms rating*, 7 dicembre 2016
 Moody's, *Government of Cyprus – B1 Positive: Update After Change In Outlook To Positive From Stable*, 11 novembre 2016
 Moody's, *Moody's affirms Greece's government bond rating at Caa3; outlook stable*, 14 ottobre 2016
 Standard & Poor's, *Greece 'B-/B' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable*, 20 gennaio 2017
 Standard & Poor's, *Belgium 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 13 gennaio 2017
 Standard & Poor's, *Slovenia Outlook Revised To Positive On Robust Economic Growth; 'A/A-1' Ratings Affirmed*, 16 dicembre 2016
 Standard & Poor's, *Croatia Outlook Revised To Stable On Stronger Growth And Reduced Fiscal Pressure; 'BB/B' Ratings Affirmed*, 16 dicembre 2016
 Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 16 dicembre 2016
 Standard & Poor's, *Latvia Ratings Affirmed At 'A-/A-2'; Outlook Stable*, 25 novembre 2016
 Standard & Poor's, *State of The Netherlands 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 18 novembre 2016
 Standard & Poor's, *Swiss Confederation 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 18 novembre 2016

Standard & Poor's, *Ratings On Italy Affirmed At 'BBB-/A-3'; Outlook Stable*, 11 novembre 2016

Standard & Poor's, *European Financial Stability Facility 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 11 novembre 2016

Standard & Poor's, *Ratings On The United Kingdom Affirmed At 'AA/A-1+'; Outlook Remains Negative On Brexit Uncertainties*, 28 ottobre 2016

Standard & Poor's, *Outlook On France Revised To Stable On Steadying Growth And Fiscal Outcomes; 'AA/A-1+' Ratings Affirmed*, 21 ottobre 2016

Standard & Poor's, *Malta Long-Term Ratings Raised To 'A-' On Strong Economic Growth; Outlook Stable*, 14 ottobre 2016

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *La manovra per il 2017 nel quadro programmatico dei conti pubblici*, 18 gennaio 2017

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Una panoramica delle strategie di finanza pubblica nei Documenti programmatici di bilancio 2017*, 3 gennaio 2017

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Rapporto sulla politica di bilancio 2017*, 14 novembre 2016

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione sul bilancio di previsione dello Stato per l'anno 2017 e bilancio pluriennale 2017-2019*, 7 novembre 2016

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016*, 3 ottobre 2016

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" e il "Manuale dell'investitore consapevole" 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. Autore del "Manuale dell'investitore consapevole".

Direzione scientifica

Paola Paoloni è Professore Ordinario 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 Full 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 Cabrilo - holds PhD in Industrial Engineering and Engineering Management, M.Sc. in Industrial Engineering and Management and M.Sc. in Electrical Engineering at the University of Novi Sad (Serbia). She is Associate Professor in Knowledge Management and Technology and Innovation Management at I-Shou University (Taiwan, R.O.C). Her major research areas are knowledge management, intellectual capital, innovation, creativity and change management. Since 2010 her major research theme has been to explore the linkages between KM, IC, and innovation in order to capitalize IC for innovation through more effective innovation strategies and foster intangible innovation potential in the knowledge era. Her rich experience includes participation in scientific and industry-related projects, publishing more than 60 academic articles, papers, books and book chapters, and holding lectures and presentations worldwide. Some of these were held at the George Washington University (Washington DC, USA), the World Bank (Paris), the Global Forum (Washington DC, USA) and the Austrian Development Bank (Vienna, Austria). Prof. Cabrilo has delivered key note speeches and acted as a track chair in several international conferences. She is a member of The New Club of Paris, a Committee member of the European Conference on Intellectual Capital and a member of IC Group at Regional Chamber of Commerce (Republic of Serbia).

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

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, 20 febbraio 2017

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research

<i>Italia 3 trim 2016: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2016
<i>Italia: economia a metà 2016</i>	19 settembre 2016
<i>Italia 1 trim 2016: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2016
<i>Italia: economia a fine 2015</i>	17 febbraio 2016
<i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	16 novembre 2015
<i>Italia: economia a metà 2015</i>	16 settembre 2015
<i>Italia 1 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	18 maggio 2015
<i>Italia: economia a fine 2014</i>	16 febbraio 2015
<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	19 maggio 2014
<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2013
<i>Italia: economia a fine 2012</i>	18 febbraio 2013
<i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	20 novembre 2012
<i>Italia: economia a metà 2012</i>	10 settembre 2012
<i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	11 giugno 2012
<i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>	18 febbraio 2012
<i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.</i>	13 dicembre 2011
<i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i>	16 agosto 2011
<i>Italia 1q2011: Pil, debito & Co.</i>	17 maggio 2011
<i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>	29 marzo 2011

QUADERNO DI RICERCA

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

Anno VII, Numero 1; ISSN 2283-7035

Italia economia a fine 2016

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2017