

# QUADERNO DI RICERCA

**MAZZIERO RESEARCH**

Copyright ©2017

## **Italia economia a metà 2017**

*Osservatorio trimestrale  
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica  
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno VII - Numero 3

*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 dicembre 2017</i>	Pag. 10
<i>Quanti sono 2.300 miliardi?</i>	Pag. 12
Le entrate e le uscite	Pag. 13
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 14
<i>Stima spesa per interessi a fine 2016</i>	Pag. 14
<i>Quanto rende investire in Bot</i>	Pag. 19
<i>Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?</i>	Pag. 20
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 21
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 22
L'inflazione	Pag. 26
La disoccupazione	Pag. 29
Approfondimenti	Pag. 32
<i>Il commento di Andrew Lawford:</i>	
<i>I nuovi soci della Banca d'Italia</i>	Pag. 32
<i>Economic Notes by Gabriele Serafini: Why Economics mind model and Competition concept have to be overcome.</i>	Pag. 37
Conclusioni	Pag. 46
Bibliografia	Pag. 47

### **Gli autori di questo numero**

**Per l'Osservatorio:**

**Per gli Approfondimenti:**

Maurizio Mazziero

Andrew Lawford

Gabriele Serafini

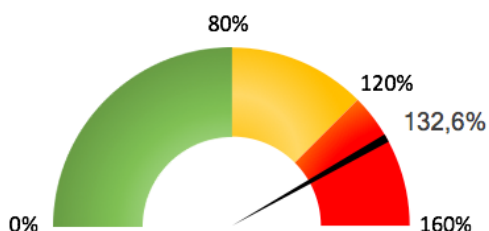
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

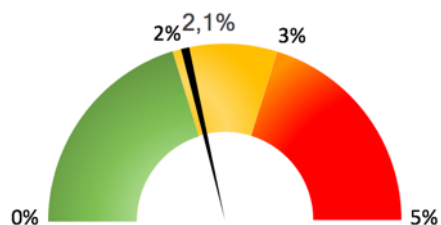
# Il barometro dell'economia italiana

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

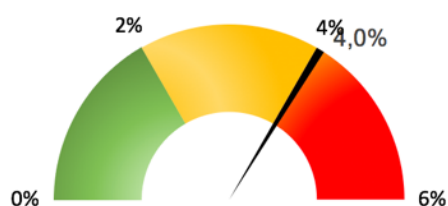
### Debito pubblico/PIL 2016



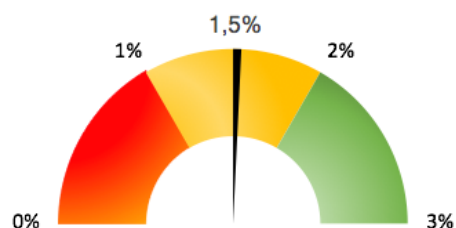
### Deficit/PIL stima 2017



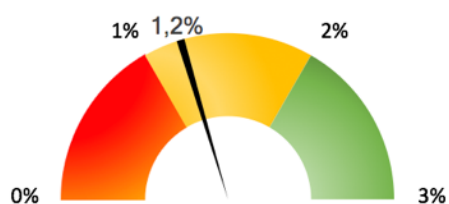
### Spesa per interessi/PIL 2016



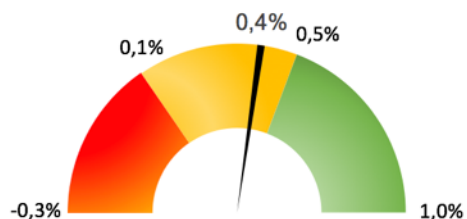
### Avanzo Primario/PIL 2016



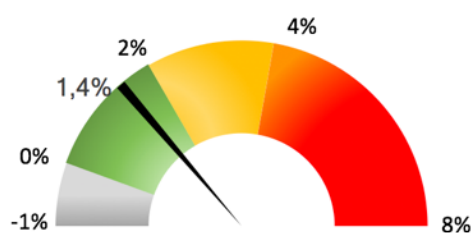
### Crescita acquisita - PIL Annuale 2017



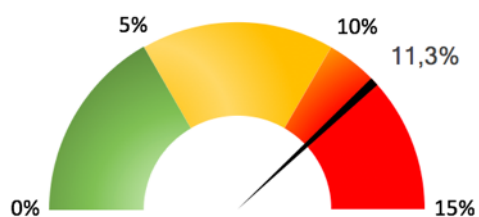
### Crescita - PIL Trimestrale 2q2017



### Inflazione Annuale (IPCA)



### Disoccupazione



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 (anno precedente)**

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 (stima anno corrente)**

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 (anno precedente)**

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 (anno precedente)**

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 acquisita – PIL annuale (anno corrente)**

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 (trimestre precedente)**

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.

*Un'idiozia ripetuta abbastanza a lungo  
da abbastanza economisti diventa un dogma,  
e ciò non è scientifico.*  
Sergio Ricossa

## Introduzione

Questo XXVII Osservatorio sui dati economici italiani è il primo dall'inizio delle pubblicazioni in cui abbiamo potuto allentare un poco i nostri toni severi sui conti italiani.

Il debito continua ad essere elevato ed è per noi la fonte primaria di preoccupazione; tuttavia assistiamo a una ripresa che, anche se non strutturale e principalmente trainata dall'Europa, ci permette di tirare momentaneamente il fiato.

Lasciamo alla vostra lettura scoprire i vari aspetti e anche i pericoli che, come sempre, non ci siamo limitati ad esprimere; il colpo d'occhio l'avrete nel *barometro dell'economia italiana*, e come potrete constatare le criticità sono ancora molteplici.

Le novità non sono finite, in quanto per la prima volta la Rivista Scientifica pubblica le note economiche di Gabriele Serafini in inglese; è un modo per incoraggiare l'invio di articoli dall'estero, visto il grande numero di Accademie e Uffici studi che ci seguono. Per i lettori italiani fra qualche giorno sarà disponibile la traduzione sul sito Mazziero Research.

Vi incoraggio anche alla lettura del commento di Andrew Lawford che apre uno spaccato sulle partecipazioni azionarie in Banca d'Italia; non vi anticipo nulla, ma potrebbe essere un articolo che farà discutere.

Buona lettura.

*Maurizio Mazziero*

## 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+	Stabile	B+	Positivo	Ba3	Positivo	NA	NA
Croazia	BB	Stabile	BB	Negativo	Ba2	Stabile	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-	Positivo	B-	Positivo	Caa2	Positivo	CC	Negativo
Irlanda	A+	Stabile	A	Stabile	A2	Stabile	BBB	Stabile
Italia	BBB-	Stabile	BBB	Stabile	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	BBB-	Stabile	BB+	Positivo	Ba1	Positivo	BB+	Stabile
Regno Unito	AA	Negativo	AA	Negativo	Aa1	Negativo	A+	Stabile
Slovacchia	A+	Stabile	A+	Stabile	A2	Positivo	NA	NA
Slovenia	A	Positivo	BBB+	Positivo	Baa1	Stabile	NA	NA
Spagna	BBB+	Positivo	BBB+	Positivo	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 aprile 2017, Moody's promuove la Slovacchia ad A2, con outlook positivo.
- 7 aprile 2017, S&P conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 21 aprile 2017, S&P conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 21 aprile 2017, Fitch declassa l'Italia a BBB, con outlook stabile.
- 28 aprile 2017, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 28 aprile 2017, S&P conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 28 aprile 2017, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 5 maggio 2017, Fitch conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 5 maggio 2017, S&P conferma l'Italia a BBB-, con outlook stabile.
- 19 maggio 2017, S&P conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 19 maggio 2017, S&P conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 2 giugno 2017, S&P conferma l'Irlanda ad A+, con outlook stabile.
- 9 giugno 2017, S&P conferma l'Estonia ad AA-, con outlook stabile.
- 9 giugno 2017, Fitch conferma l'Esm ad AAA, con outlook stabile.
- 9 giugno 2017, Fitch conferma l'Esfs ad AA, con outlook stabile.
- 16 giugno 2017, Fitch promuove il Portogallo a BB+, con outlook positivo.
- 23 giugno 2017, Fitch conferma il Belgio ad AA-, con outlook stabile.
- 23 giugno 2017, Moody's promuove la Grecia a Caa2, con outlook positivo.
- 7 luglio 2017, Fitch conferma l'Irlanda ad A, con outlook stabile.
- 14 luglio 2017, DBRS conferma l'Italia a BBB (High), con outlook stabile.
- 21 luglio 2017, Moody's conferma l'Estonia ad A1, con outlook stabile.
- 21 luglio 2017, Fitch promuove la Spagna a BBB+, con outlook positivo.
- 21 luglio 2017, Fitch conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 21 luglio 2017, S&P promuove la Grecia a B-, con outlook positivo.



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

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

- 28 luglio 2017, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 28 luglio 2017, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 28 luglio 2017, S&P conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 28 luglio 2017, Moody's promuove Cipro a Ba3, con outlook positivo.
- 11 agosto 2017, Fitch conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 18 agosto 2017, Fitch promuove la Grecia a B-, con outlook positivo.
- 1 settembre 2017, Moody's promuove il Portogallo a Ba1, con outlook positivo.
- 1 settembre 2017, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 1 settembre 2017, S&P conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 8 settembre 2017, Moody's promuove la Slovenia a Baa1, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, Moody's promuove l'Irlanda ad A2, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P promuove il Portogallo a BBB-, con outlook stabile.

## Il commento

Insieme a molte conferme dei meriti di credito nazionali, iniziano ad arrivare alcune promozioni da parte delle agenzie di rating: è il caso di Irlanda, Spagna, Portogallo e in particolar modo della Grecia che ha ricevuto diversi upgrade.

Recente la promozione del Portogallo da parte di S&P che lo giudica pari all'Italia (BBB-), mentre la Spagna già da tempo si trova ben due gradini al di sopra di noi (BBB+).

Seppur in un clima più disteso nei confronti del nostro Paese, il nuovo record del debito pubblico non gioca a favore per una stabilità dei giudizi da parte delle agenzie di rating; non si deve quindi sottostimare la possibilità di una revisione che potrebbe far uscire i nostri titoli dal rango *investment grade*, con pesanti ripercussioni.

## Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2016		2017	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.195.102	18.826	2.250.846	32.936
Febbraio	2.216.563	23.359	2.240.141	-10.705
Marzo	2.231.216	13.890	2.260.551	20.410
Aprile	2.233.195	2.097	2.270.958	10.407
Maggio	2.244.057	10.959	2.279.249	8.291
Giugno	2.251.002	7.019	2.281.415	2.166
Luglio	2.256.163	3.397	2.299.968	18.553
Agosto	2.225.260	-27.515		
Settembre	2.213.232	-12.089		
Ottobre	2.224.311	11.154		
Novembre	2.231.117	5.642		
Dicembre	2.217.910	-11.717		
<b>Totale</b>		<b>45.022</b>		<b>82.058</b>

Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2016 al 2017  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Debito a luglio 2017: 2.300 miliardi; **nuovo record storico**.
- L'incremento del debito nel 2017 è stato di 82 miliardi, nello stesso periodo del 2016 era stato di 80 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2017, è di 41.409 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 1.000 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 76,9%, oltre il triplo dell'inflazione che secondo la ricostruzione Istat dal 2001 mediante l'indice concatenato indica un dato di poco superiore al 25%.

### Il commento

Siamo nuovamente di fronte a un record del debito pubblico, una doccia fredda anche per noi che pur avendolo previsto per tempo con i nostri modelli pensavamo, e speravamo, che questa volta la nostra macchina del tempo si sarebbe sbagliata.

Invece no, ancora una volta i nostri modelli hanno mostrato la loro crudele efficienza, segnalando, in anticipo di alcuni mesi, il raggiungimento della soglia dei 2.300 miliardi. Di fronte a questa evidenza le ripetute promesse del Ministro Padoan di riduzione del debito, già dall'anno scorso, appaiono forse non ridicole, ma più verosimilmente tristi.

#### Riquadro 1

#### *Stime debito pubblico sino a dicembre 2017*

Debito pubblico ad agosto 2017:  
**2.276 miliardi (in forte calo)**  
Intervallo confidenza al 95%:  
*compreso tra 2.272 e 2.280 miliardi*  
Dato ufficiale verrà pubblicato il:  
**13 ottobre 2017**

Debito pubblico a dicembre 2017:  
**compreso tra 2.259 e 2.275 miliardi**  
Intervallo confidenza al 95%  
Dato ufficiale verrà pubblicato a:  
**metà febbraio 2018**

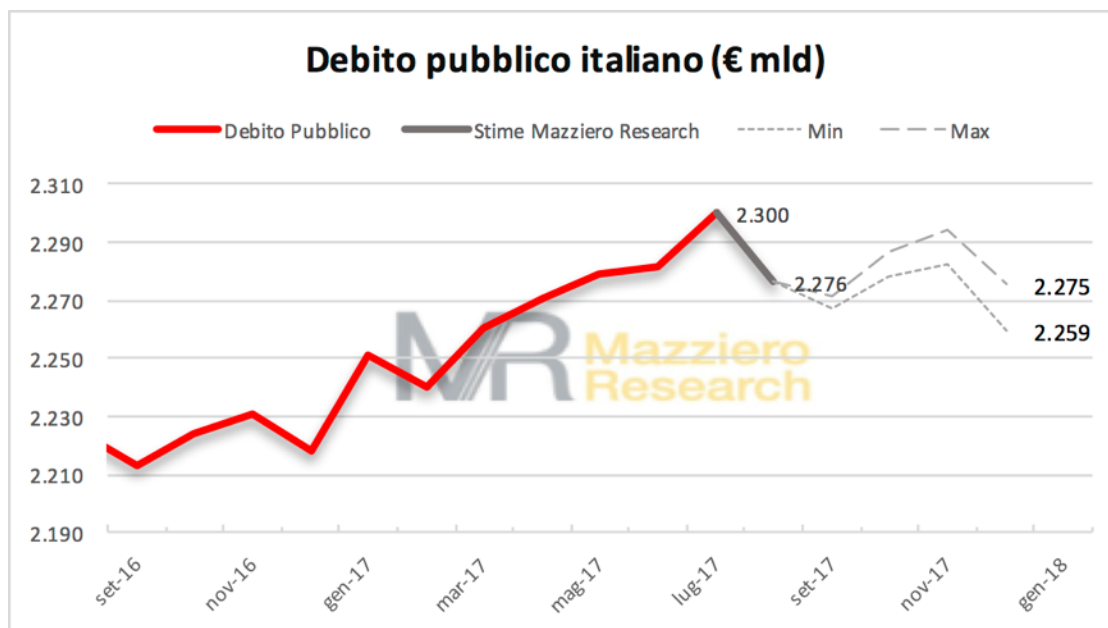


Figura 1: Andamento debito pubblico a luglio 2017 e stima valori a dicembre 2017 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

La buona notizia è che, secondo le nostre stime, da questo momento il debito tenderà a scendere e, pur con alti e bassi, terminerà l'anno in una forchetta compresa tra 2.259 e 2.275 miliardi (si vedano la **Figura 1** e il **Riquadro 1**).

Non si deve dimenticare tuttavia che da inizio 2012, poco dopo il varo del Governo Monti, il debito è passato da 1.908 miliardi a 2.300 miliardi, con un incremento di quasi 400 miliardi. In soli cinque anni e mezzo il debito aumentò di un quinto; ma se partissimo dal 2008, quando iniziò la crisi e il debito ammontava a 1.599 miliardi, ci troveremmo di fronte a un aumento di 700 miliardi, con un incremento del 44% (si veda la **Tabella 4**).

La **Tabella 3** riporta un confronto sulle variazioni mensili 2016 e 2017.

(Millioni 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	2.070.180	80.302	4,04%	1,30%
Anno 2014	2.137.240	67.060	3,24%	0,20%
Anno 2015	2.172.850	35.610	1,67%	0,10%
Anno 2016	2.217.910	45.060	2,07%	0,50%
Luglio 2017	2.299.968	82.058	3,70%	1,40%
<b>Incremento</b>		<b>999.627</b>	<b>76,87%</b>	

Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a luglio 2017 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

*Quanti sono 2.300 miliardi?*

**MR** **Mazziero  
Research**  
Ricerca finanziaria indipendente

Allineando banconote da 50 euro una dietro l'altra si coprirebbero 11 mila volte la distanza Milano-Roma

Un FrecciaRossa dovrebbe viaggiare quasi 3 anni e 9 mesi, 24 ore su 24, per coprire la medesima distanza.



## Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2016			2017		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	35.938	12.177	23.761	38.672	33.180	5.492
Febbraio	32.763	64.658	-31.895	30.127	16.487	13.640
Marzo	30.346	31.728	-1.382	32.843	43.930	-11.087
Aprile	30.769	39.198	-8.429	32.846	46.147	-13.301
Maggio	38.353	27.771	10.582	35.339	67.196	-31.857
Giugno	48.735	60.554	-11.819	35.909	30.448	5.461
Luglio	49.172	36.368	12.804	53.514	51.629	1.885
Agosto	37.143	33.139	4.004			
Settembre	34.534	43.157	-8.623			
Ottobre	35.808	48.172	-12.364			
Novembre	36.594	58.281	-21.687			
Dicembre	92.486	89.064	3.422			
<b>Totale</b>	<b>502.641</b>	<b>544.267</b>	<b>-41.626</b>	<b>259.250</b>	<b>289.017</b>	<b>-29.767</b>

Tabella 5: Andamento entrate e uscite statali nel 2016 e 2017  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Nei primi 7 mesi 2017 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 29,8 miliardi.
- Nel medesimo periodo del 2016 il disavanzo era stato di 6,4 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 7 mesi 2017 è stata di 37,0 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 7 mesi 2016 è stata di 38,0 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 7 mesi 2017 è stata di 41,3 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 7 mesi 2016 è stata di 38,9 miliardi.
- Nei primi 6 mesi del 2017 le entrate tributarie ammontano a 205.168 milioni di euro (+1.691 milioni di euro rispetto al 2016, pari a +0,8%). Le imposte dirette si attestano a 110.643 milioni di euro -1.065 milioni di euro, pari a -1,0%) e le imposte indirette risultano pari a 94.525 milioni di euro (+2.756 milioni di euro, pari a +3,0%).

### Il commento

Il lettore attento potrà constatare una contraddizione tra la **Tabella 5** che segue un criterio di cassa e i dati delle entrate tributarie che presentano un criterio di competenza; le prime mostrano entrate in diminuzione nell'anno in corso, le seconde un aumento. Principalmente lo scostamento è una risultante del differimento dei versamenti dei contributi in autoliquidazione, da qui entrate di cassa e imposte dirette minori; c'è da evidenziare invece il forte incremento delle imposte indirette (Iva e accise) che più che compensano i cali sulle imposte dirette. La **Tabella 6** mostra lo scostamento fra la media delle entrate e delle uscite mensili tra il 2016 e il 2017; il dato evidenzia un peggioramento per l'anno in corso, ma è plausibile che tornerà a riequilibrarsi nel prossimo Osservatorio per le ragioni appena menzionate.

Entrate	Uscite	Differenza
-975	2.366	-3.341

Tabella 6: Scostamento media entrate e uscite mensili tra primi 7 mesi 2016 e 2017  
(€/mln)  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

## Lo stock di Titoli di Stato

(Milioni di Euro)	Titoli di Stato	Vita residua	Interessi passivi	Tasso Medio
Anno 2006	1.256.946	6,77	68.578	5,46%
Anno 2007	1.288.578	6,85	77.126	5,99%
Anno 2008	1.356.207	6,82	81.161	5,98%
Anno 2009	1.446.133	7,07	71.288	4,93%
Anno 2010	1.526.334	7,20	68.836	4,51%
Anno 2011	1.586.741	6,99	76.416	4,82%
Anno 2012	1.638.724	6,62	83.566	5,10%
Anno 2013	1.722.670	6,43	77.568	4,50%
Anno 2014	1.782.233	6,38	74.337	4,17%
Anno 2015	1.814.445	6,52	68.216	3,76%
Anno 2016	1.867.214	6,76	66.272	3,55%
1 Trim. 2017	1.905.638	6,75	21.211	NA
2 Trim. 2017	1.922.500	6,89	13.813	NA
Agosto 2017	1.920.092	6,87	NA	NA

Tabella 7: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad agosto 2017  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

### I fatti

- Circolante Titoli di Stato ad agosto 2017 pari a 1.920 miliardi.
- Vita media residua a 6,87 anni, in aumento dai minimi di luglio 2014 a 6,31.
- Spesa per interessi a fine 2016 pari a 66,3 miliardi.
- Spesa per interessi a luglio 2017 pari a 35,9 miliardi.
- Dal 2006 al 2 Trim. 2017 sono stati pagati 848 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi ad agosto 2017: BOT -0,34%, BTP 1,27%, CCT 0,82%.

### Il commento

Il circolante di Titoli di Stato è giunto ormai a 1.920 miliardi (**Figura 2**), mentre la spesa per interessi a luglio 2017 ha raggiunto i 35,9 miliardi (**Figura 3**); secondo le nostre stime si potrebbero raggiungere i 69,7 miliardi per la fine dell'anno (**Riquadro 3**) che dopo le rettifiche della Ragioneria Generale potrebbero segnare un dato di 67,7 miliardi.

#### Riquadro 3

#### *Stima spesa per interessi a fine 2017*

Spesa per interessi a luglio 2017: **35,9 miliardi di euro.**

Stime spesa per interessi a fine 2017: **69,7 miliardi di euro.**

**Nota:** dopo alcuni mesi viene comunicata dalla Ragioneria Generale la spesa per interessi finale, il dato annuale è generalmente inferiore di circa 2 miliardi rispetto alla somma dei singoli mesi è quindi plausibile una cifra finale di 67,7 miliardi.



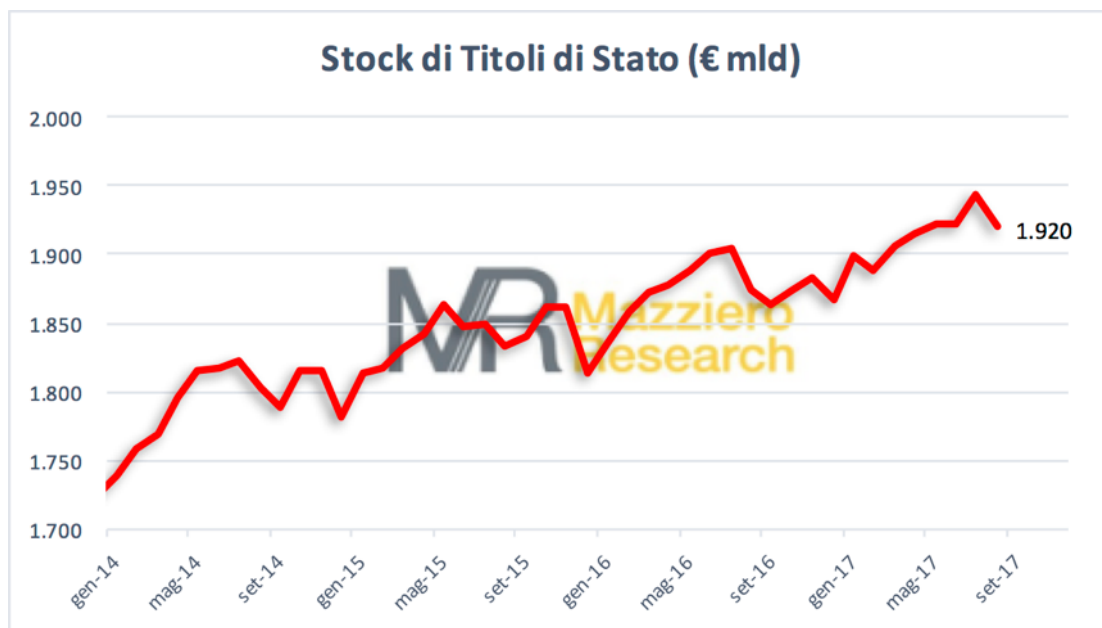


Figura 2: Circolante di Titoli di Stato dal 2014 ad agosto 2017  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

Osservando la **Figura 4** è possibile constatare che, ad eccezione dei BOT che continuano ad inoltrarsi in un territorio di rendimento negativo, sia BTP sia CCT hanno imboccato un percorso di aumento già da tempo. Il tasso tipico, che indica il rendimento di tutti i titoli di Stato pesati per il circolante, presenta ormai un valore vicino all'unità.

Va segnalata peraltro la contraddizione dei rendimenti relativi ai BOT, che si può evincere dal **Riquadro 4** che riporta come di consueto quanto rende l'investimento in BOT. L'ultima assegnazione di BOT annuali, effettuata mediante un'asta competitiva il 12 settembre scorso, ha attribuito 6,5 miliardi di BOT al tasso del -0,326% a fronte di una richiesta complessiva di 12 miliardi.

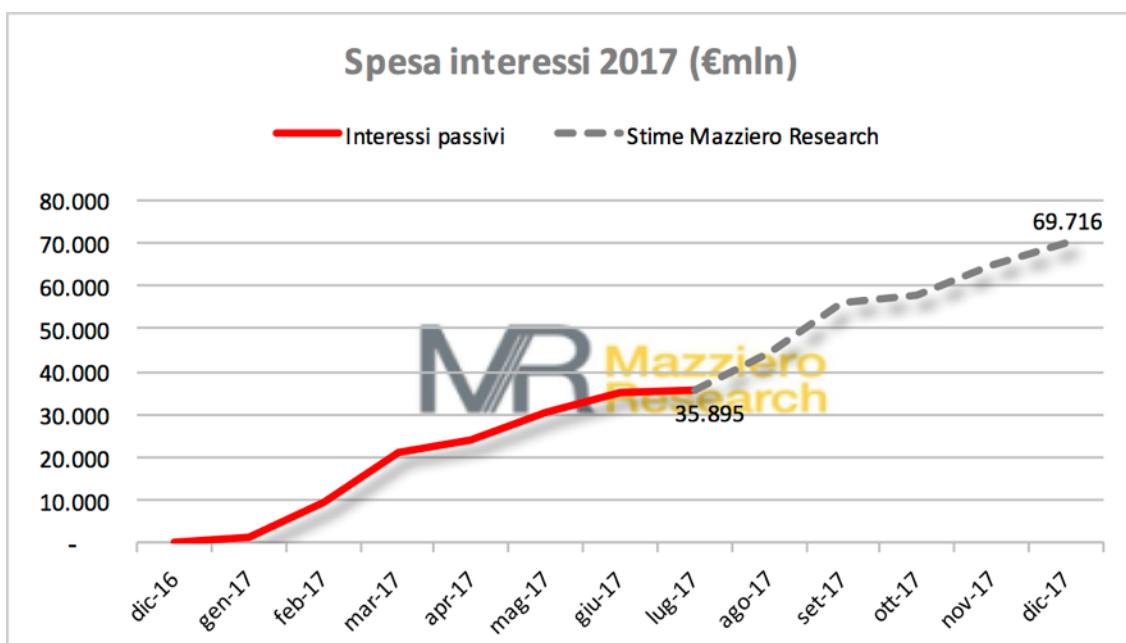


Figura 3: Stima spesa per interessi a fine 2017  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

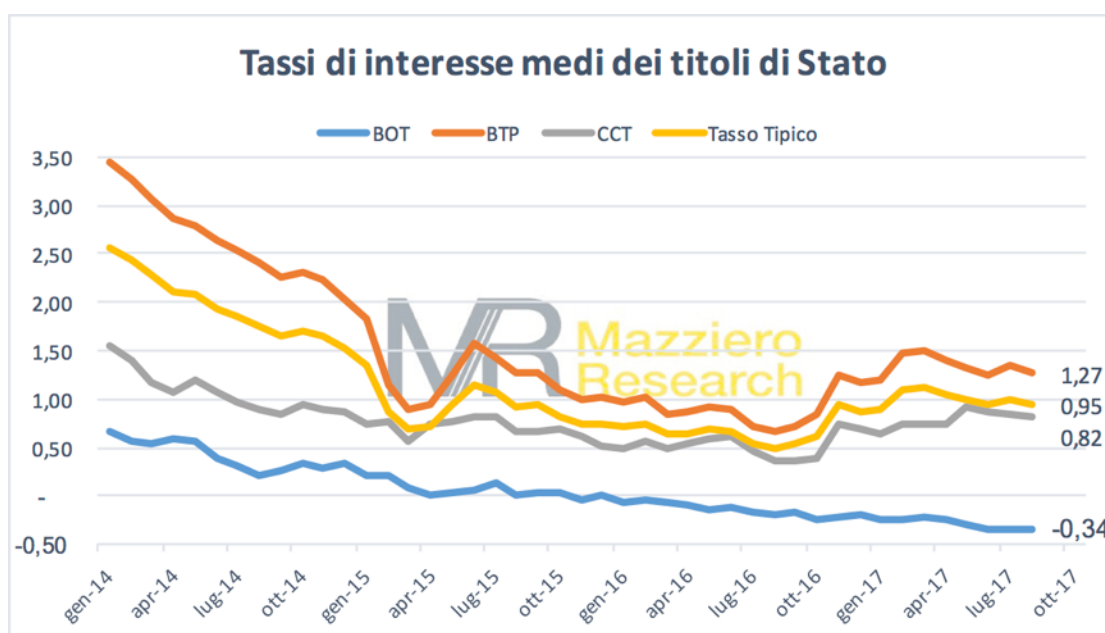


Figura 4: Tassi di interesse medi dei Titoli di Stato da gen. 2014 ad agosto 2017  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

C'è da chiedersi per quale motivo vi possa essere una richiesta così ampia per prestare soldi a una nazione fortemente indebitata e perdere anziché guadagnare. Dobbiamo dire che fra i richiedenti, non si trovano i privati o se ne trovano ben pochi, i quali investono o per pigra consuetudine o per sottrarre temporaneamente delle somme dall'attivo ereditario (i titoli di Stato sono esenti dall'imposta di successione). Possono servire invece alle banche, tenute per *moral suasion* a partecipare alle aste, perché possono allocare della liquidità al -0,326% anziché versarla alla Banca centrale ottenendo un -0,40% oppure per detenere dei titoli da utilizzare a garanzia del prestito interbancario o per accedere ai programmi di finanziamento con cui la Banca centrale presta denaro richiedendo un tasso negativo sempre dello 0,40% (in questo caso è la Banca centrale a pagarlo).

Comunque è plausibile che presto anche questa condizione anomala cesserà e i BOT usciranno dal territorio negativo, trascinati da un rialzo generalizzato. La **Tabella 8** mostra la sensibilità mensile e annuale alla variazione dei tassi; questa viene calcolata applicando tale variazione alla media mensile delle emissioni lorde degli ultimi 12 mesi. Si può osservare che per ogni incremento dei rendimenti dello 0,50% si avrebbe una maggiore spesa nel servizio del debito di 181 milioni al mese, pari a quasi 2,2 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.

Variazione tasso	Sensibilità mese (€ mln)	Sensibilità anno (€ mln)
0,50%	181	2.167
0,75%	271	3.251
1,00%	361	4.335
1,25%	452	5.418
1,50%	542	6.502
1,75%	632	7.586
2,00%	722	8.670

Tabella 8: Sensibilità alla variazione dei tassi  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF)



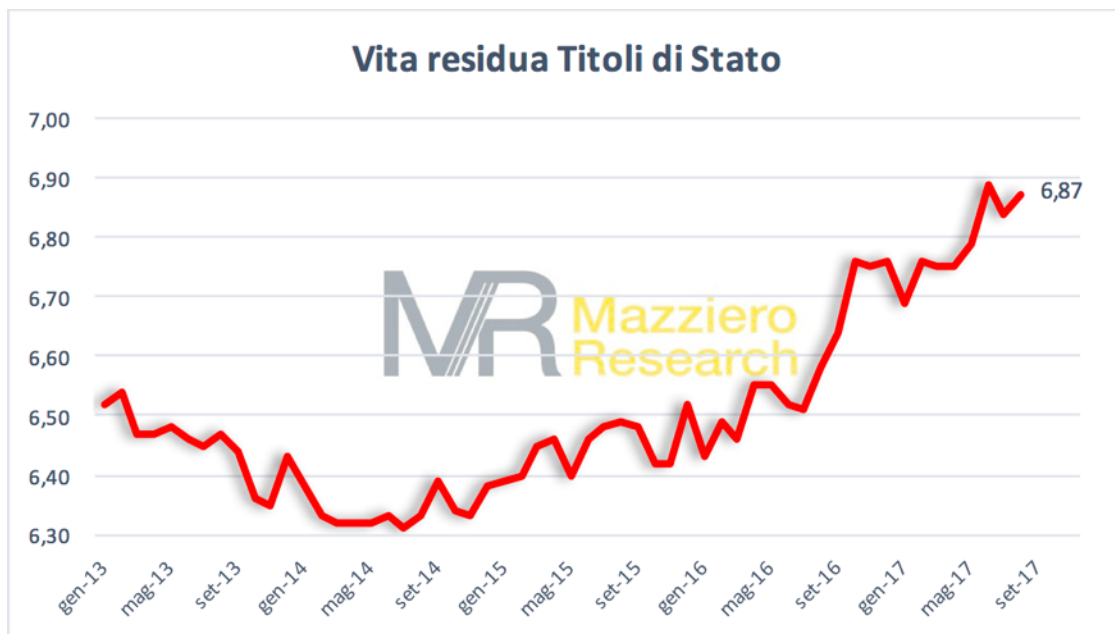


Figura 5: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 ad agosto 2017  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Come abbiamo già avuto modo di spiegare negli Osservatori precedenti, 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.

Il fenomeno è dovuto alla vita media residua dei Titoli di Stato un valore che si mantiene intorno ai valori massimi a 6,87 anni (**Figura 5**); un fattore sicuramente positivo nella gestione del circolante, in quanto permette di avvantaggiarci dei tassi ridotti per un congruo periodo di tempo dopo la cessazione delle condizioni favorevoli.

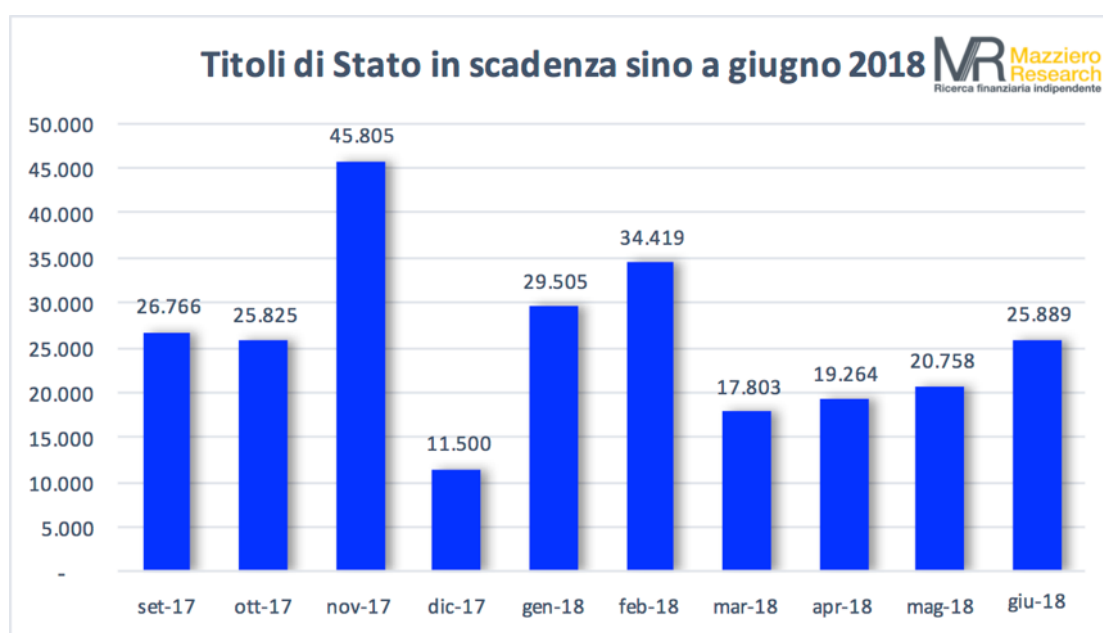
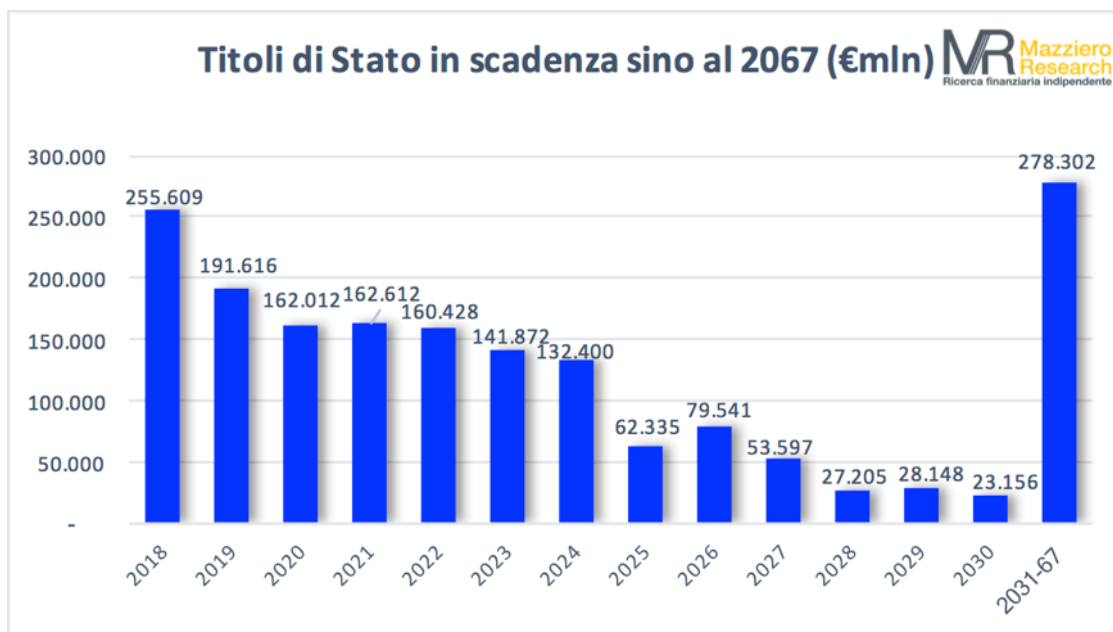


Figura 6: Titoli di Stato in scadenza sino a giugno 2018 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF)



*Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino al 2067 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF)*

Le **Figure 6 e 7** mostrano come sono ripartite le scadenze dei titoli in circolazione nel medio e lungo termine; da segnalare la forte concentrazione di rimborsi nei mesi di novembre 2017 e febbraio 2018 che potrebbero risultare penalizzanti nel caso di turbolenza dei mercati. Non si evidenziano invece particolari criticità nelle scadenze annuali che presentano una buona suddivisione nel tempo.

Nella **Figura 8** ritorna, dopo un periodo di assenza, la ripartizione della detenzione di titoli di Stato per settori di investitori; si può notare come il 16,6% sia detenuto dalla Banca d'Italia, il 19,2% dalle banche, il 22,6% da fondi e assicurazioni, il 6,5% da privati o imprese e il 35,1% da investitori esteri. Come spesso abbiamo avuto modo di dire, due terzi del debito italiano è finanziato da soggetti residenti e quindi risulta moderatamente protetto, seppur non schermato, da svendite estere dettate da un acuirsi della sfiducia.



*Figura 8: Detenzioni dei titoli di Stato per settori di investitori a giugno 2017  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 9** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse dell'asta del 12 settembre calcolato dal MEF pari al -0,326%.

Elenco costi		Rendimento BOT Annuale	-0,3260%
Ritenuta fiscale	0,0000%		
Bollo conto titoli	0,2000%		
Commissione bancaria	0,0000%		
Decurtazione da inflazione	0,0000%		
	Costi		0,2000%
	Rendimento netto		-0,5260%

*Tabella 9: 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 al 2,0%, 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 9** mostra che a fronte di un rendimento lordo del -0,326% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,526%.

Investimento in BOT	1.000,00
Rendimento BOT Annuale	-3,26
Costi	2,00
Rendimento netto	-5,26

*Tabella 10: Rendimento netto per ogni 1.000 euro investiti in Bot*

La **Tabella 10** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno -3,26 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 2 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 5,26 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 sono reinvestiti in azioni, mentre a scadenza i titoli vengono sostituiti con nuovi acquisti.

Volume degli acquisti da parte della BCE:

- Da marzo 2015 a marzo 2016: **60 miliardi al mese**
- Da aprile 2016 a marzo 2017: **80 miliardi al mese**
- Da aprile 2017 a dicembre 2017: **60 miliardi al mese**

L'attuale scadenza di dicembre 2017 potrebbe venire prorogata, probabile riduzione degli acquisti a partire dal 2018.

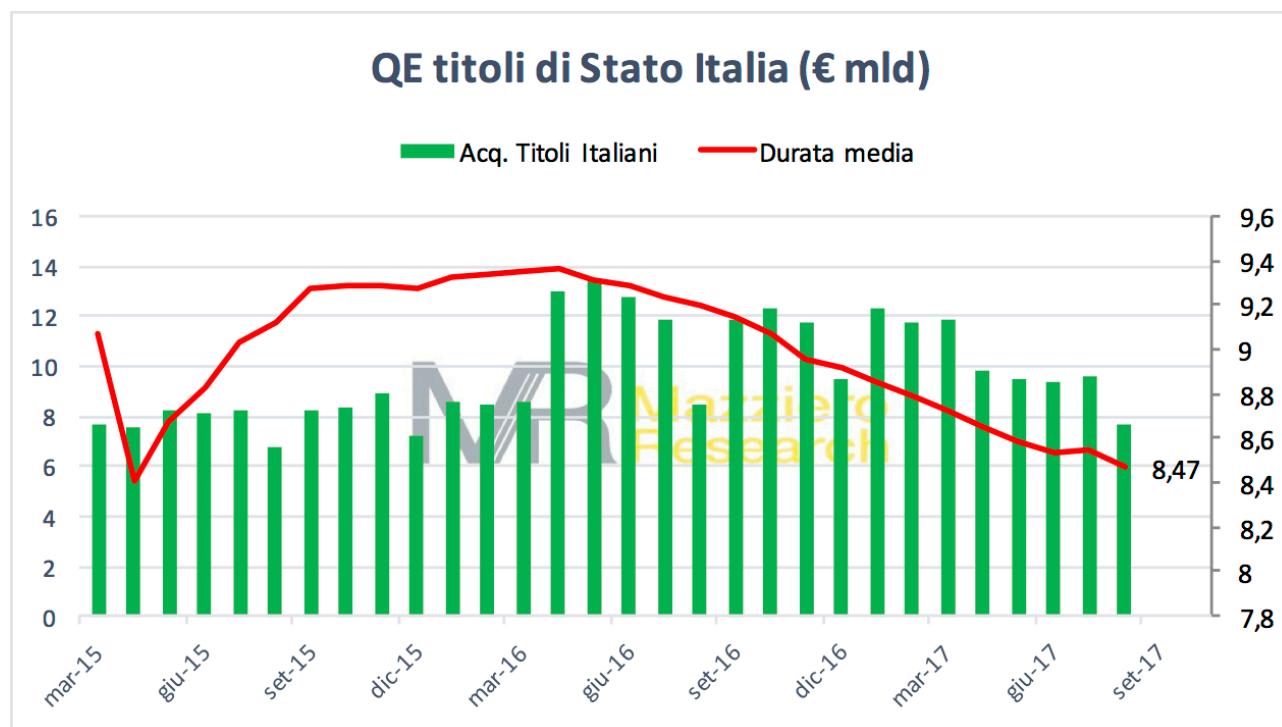


Figura 9: Acquisti di titoli di Stato dal QE della BCE e durata media dei titoli (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

### Aggiornamento a fine agosto 2017

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: 291,366 miliardi.
- Proiezione a fine dicembre 2017: acquisti per 328 miliardi pari al 17% del circolante.
- Durata media finanziaria: 8,47 anni, in calo dai massimi di 9,36 ad aprile 2016.
- In agosto gli acquisti di titoli di Stato italiani sono stati pari a 7,657 miliardi
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 1.704,041 miliardi.

## Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	31.348		24%
Riserve verso FMI	2.347		2%
Diritti speciali prelievo	6.346		5%
Oro	87.042		68%
Altre attività di riserva	1.003		
<b>Totale Riserve</b>		128.086	100%

Tabella 11: Riserve Banca d'Italia ad agosto 2017  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Le riserve ufficiali ad agosto 2017 ammontano a 128 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad aprile 2017, riportata nel precedente Osservatorio, è di -7,3 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 68% delle riserve totali.

### Il commento

L'andamento delle riserve è fortemente condizionato dall'andamento dell'oro che dopo aver superato i 1.900 dollari l'oncia nel 2011 è sceso vicino a 1.000 e oggi si trova in recupero poco sopra i 1.300 dollari l'oncia (**Figura 10**). Il recupero del metallo giallo negli ultimi due mesi è spinto da un lato dalla correlazione inversa con il dollaro, in fase di indebolimento, e dall'altro da un acuirsi dei rischi geopolitici a causa degli esperimenti balistici della Corea del Nord.

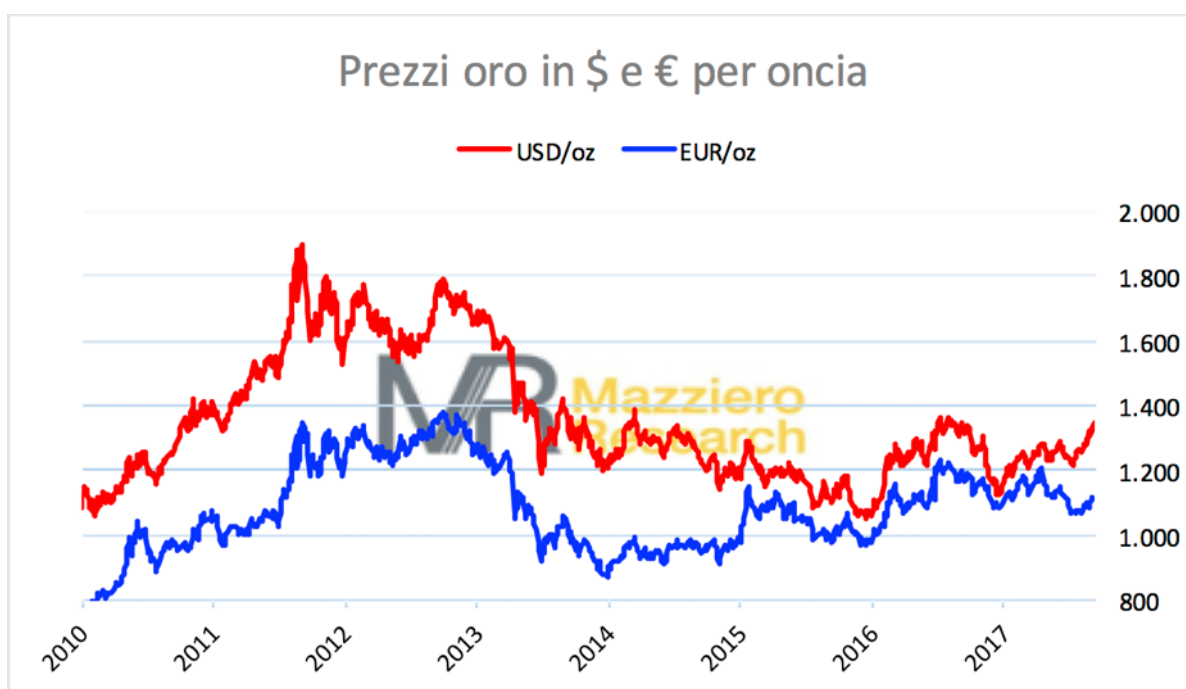


Figura 10: Quotazioni dell'oro in dollari e in euro l'oncia dal 2010 ad oggi  
(Elaborazione su dati World Gold Council)

## Il Prodotto Interno Lordo

(Milioni di Euro)	PIL Nominale	Delta PIL	PIL prezzi costanti	Debito pubblico	Deficit/PIL	Debito/PIL	Var.PIL
Anno 2000	1.198.292	-	1.555.551	1.300.341	1,30%	109,18%	5,91%
Anno 2001	1.255.738	57.446	1.583.118	1.358.333	3,30%	108,78%	4,68%
Anno 2002	1.301.873	46.135	1.587.053	1.368.512	3,10%	105,66%	3,67%
Anno 2003	1.341.850	39.977	1.589.455	1.393.495	3,40%	104,35%	3,15%
Anno 2004	1.397.728	55.878	1.614.599	1.444.604	3,60%	103,81%	3,99%
Anno 2005	1.436.380	38.651	1.629.932	1.512.779	4,20%	105,83%	2,92%
Anno 2006	1.493.031	56.652	1.662.638	1.582.009	3,60%	106,51%	4,10%
Anno 2007	1.554.199	61.168	1.687.143	1.598.971	1,50%	103,41%	3,96%
Anno 2008	1.575.144	20.945	1.669.421	1.663.452	2,70%	106,10%	1,34%
Anno 2009	1.519.695	-55.449	1.577.903	1.769.794	5,30%	112,50%	-3,56%
Anno 2010	1.605.694	85.999	1.604.515	1.851.213	4,20%	115,29%	2,08%
Anno 2011	1.637.463	31.769	1.613.767	1.907.781	3,70%	116,51%	1,94%
Anno 2012	1.613.265	-24.198	1.568.274	1.989.878	2,90%	123,34%	-0,85%
Anno 2013	1.604.599	-8.666	1.541.172	2.070.180	2,90%	129,01%	-0,60%
Anno 2014	1.621.827	17.228	1.542.924	2.137.240	3,00%	131,78%	0,10%
Anno 2015	1.645.439	21.525	1.555.009	2.172.850	2,70%	132,05%	0,70%
Anno 2016	1.672.438	29.994	1.568.691	2.217.910	2,40%	132,60%	0,90%
Anno 2017 (st.DEF)	1.710.600	38.162		2.265.804	2,10%	132,50%	1,10%
Anno 2018 (st.DEF)	1.757.100	46.500		2.302.438	1,20%	131,00%	1,00%
Anno 2019 (st.DEF)	1.809.300	52.200		2.319.351	0,20%	128,20%	1,00%
Anno 2020 (st.DEF)	1.860.600	51.300		2.338.435	0,00%	125,70%	1,10%
Anno 2017 (st.UE)	1.687.490	15.052		2.246.049	2,20%	133,10%	0,90%
Anno 2018 (st.UE)	1.706.052	18.562		2.260.519	2,30%	132,50%	1,10%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	38.981		2.183.155	2,20%	133,00%	1,30%
Anno 2018 (st.FMI)	1.753.075	41.656		2.186.394	1,30%	131,60%	1,00%
Anno 2019 (st.FMI)	1.798.045	44.970		2.188.358	0,30%	129,00%	0,90%
Anno 2020 (st.FMI)	1.816.025	17.980		2.288.192	0,10%	126,00%	1,00%
Anno 2021 (st.FMI)	1.832.370	16.344		2.255.647	0,00%	123,10%	0,90%
Anno 2022 (st.FMI)	1.847.029	14.659		2.221.975	0,00%	120,30%	0,80%
Anno 2017 (st.OCSE)	1.689.162	16.556		2.241.518	2,30%	132,70%	1,00%
Anno 2018 (st.OCSE)	1.702.676	13.513		2.249.235	2,20%	132,10%	0,80%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

*Tabella 12: 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 2° trim. 2017 il PIL cresce dello 0,4% rispetto al trimestre precedente.
- Nel 2° trim. 2017 il PIL cresce dell'1,5% rispetto 2° trim. 2016.
- Il PIL resta del 6,2% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2017 è +1,2%.
- La produzione industriale nel 2° trim. 2017 è aumentata dell'1,4% rispetto al trimestre precedente.
- La produzione industriale nel mese di luglio è salita dello 0,1% rispetto a giugno, quando era aumentata dell'1,1% su maggio.

### Il commento

La ripresa c'è, forse non sarà strutturale, quasi certamente è solo trainata dal ciclo economico europeo, ma la ripresa c'è e questa è una bella notizia che da anni attendevamo di poter scrivere su queste pagine.



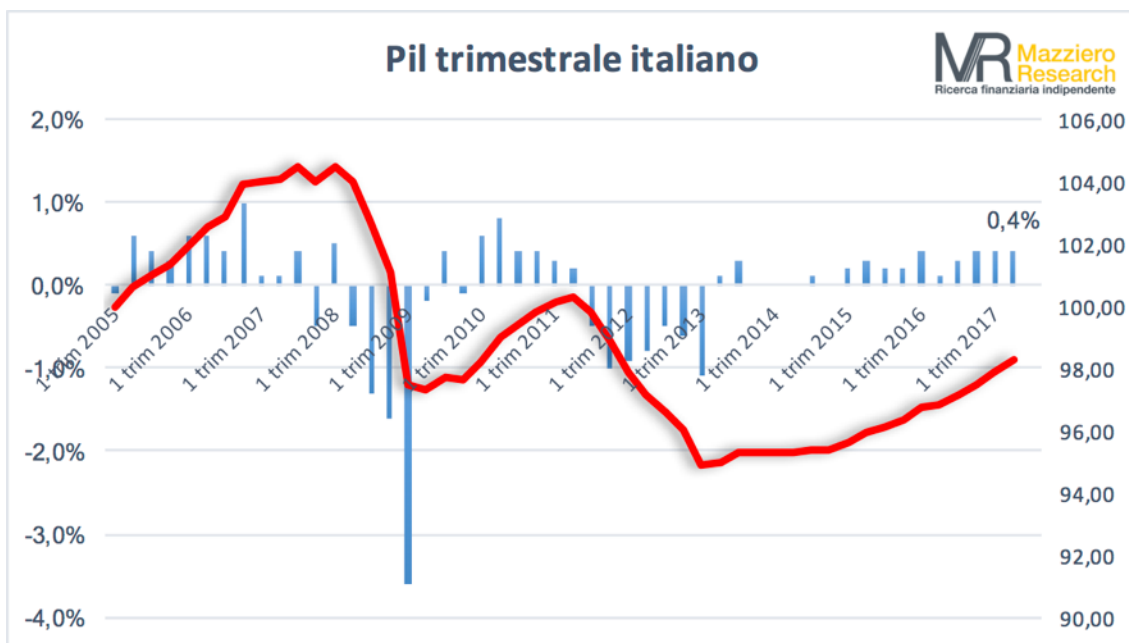


Figura 11: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 2 Trim. 2017  
(Elaborazione su dati Istat)

Per ciascuno degli ultimi tre trimestri il progresso del PIL è stato dello 0,4% (**Tabella 13**) e probabilmente avremo buoni incrementi trimestrali sino a fine anno. Se questa tendenza si protrarrà anche nel 2018 lo vedremo cammin facendo, ma al momento i primi due trimestri del 2017 con una variazione dello 0,4% ci hanno portato a una crescita acquisita dell'1,2%, nel caso si abbia un progresso nullo nel prossimo semestre, e alla possibilità concreta di segnare una crescita per l'anno in corso dell'1,4–1,5%. Se si osserva la **Tabella 14**, infatti, si può notare che sono sufficienti variazioni di 0,3 e 0,2%, nel terzo e quarto trimestre, per ottenere una crescita a fine anno dell'1,4%, mentre con variazioni rispettivamente di 0,4 e 0,3% si raggiungerebbe l'1,5%.

Possiamo quindi brindare? Non esattamente, visto che l'Italia cresce meno degli altri paesi e resta ancora al di sotto del 6,2% rispetto ai livelli pre-crisi; livelli che i maggiori partner europei, Spagna inclusa, si sono ormai lasciati alle spalle.

Ora la questione, a nostro modesto avviso, non è nemmeno più relativa alla velocità di crescita italiana, che resta più contenuta, ma il pericolo che un maggiore PIL possa far raggiungere più facilmente gli obiettivi di bilancio e tramutarsi in un tesoretto per aumentare la spesa pubblica piuttosto che ridurre il debito.

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	-0,9%	-0,8%	-0,5%	-0,6%
2013	-1,1%	0,1%	0,3%	0,0%
2014	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
2015	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%
2016	0,4%	0,1%	0,3%	0,4%
2017	0,4%	0,4%		

Tabella 13: PIL trimestrale dal 2005 al 2 Trim. 2017 (Elaborazione su dati Istat)

1 trim 2017	2 trim 2017	3 trim 2017	4 trim 2017	Annuale
		0,0%	0,0%	1,2%
		0,1%	0,1%	1,3%
		0,1%	0,2%	1,3%
0,4%	0,4%	0,2%	0,2%	1,3%
		0,3%	0,2%	1,4%
		0,4%	0,2%	1,4%
		0,4%	0,3%	1,5%

Tabella 14: PIL annuale in base alle evoluzioni trimestrali  
(Elaborazione Mazziere Research)

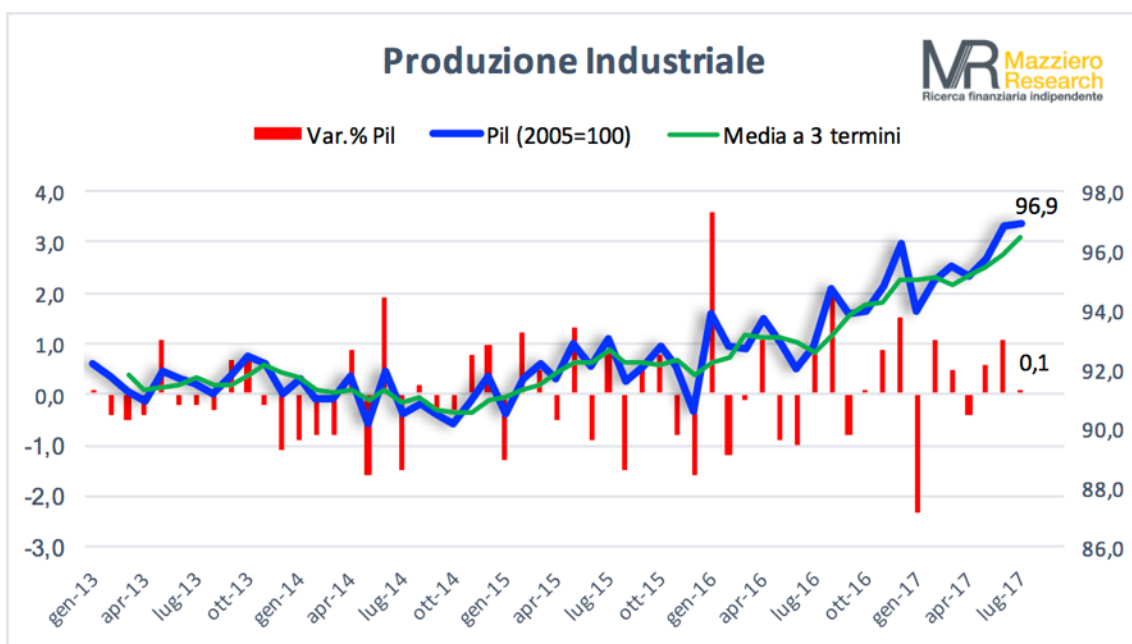


Figura 12: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a lug. 2017 (Elaborazione su dati Istat)

Anche la produzione industriale continua il suo percorso di crescita come si può osservare dalla tendenza della media a tre termini in verde nella **Figura 12**. Il dato di luglio non è stato eclatante, con un magro +0,1%, tuttavia nel secondo trimestre del 2017 il progresso è di un più 1,4%.

Nota positiva anche dal settore bancario: le sofferenze sono calate sensibilmente a seguito di cartolarizzazioni e cessioni; dal record di 203 miliardi di aprile sono passate a 173 miliardi a luglio, un livello che non si vedeva dagli ultimi tre anni (**Figura 13**).

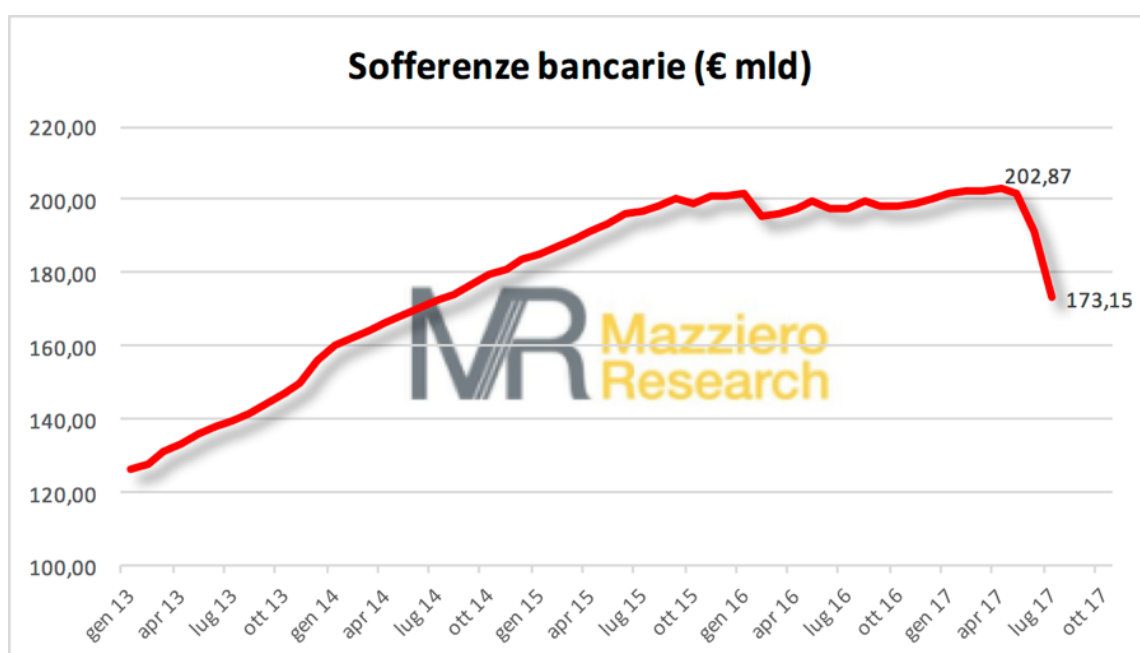


Figura 13: Sofferenze bancarie da gennaio 2013 a luglio 2017 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)



Riassumendo: i risultati economici sono nel complesso buoni al giro di boa del 2017, e potrebbero portare a un consuntivo di fine anno come non lo si vedeva da anni. Naturalmente non si dovrà cadere nel tranello di pensare di essersi lasciata alle spalle questa lunghissima crisi; c'è ancora molto da lavorare per trasformare questi primi segni di ripresa in una crescita strutturale e duratura.

## Riquadro 6

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

Misura il risultato finale dell'attività produttiva di persone e imprese residenti. In Italia è calcolato mediante 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

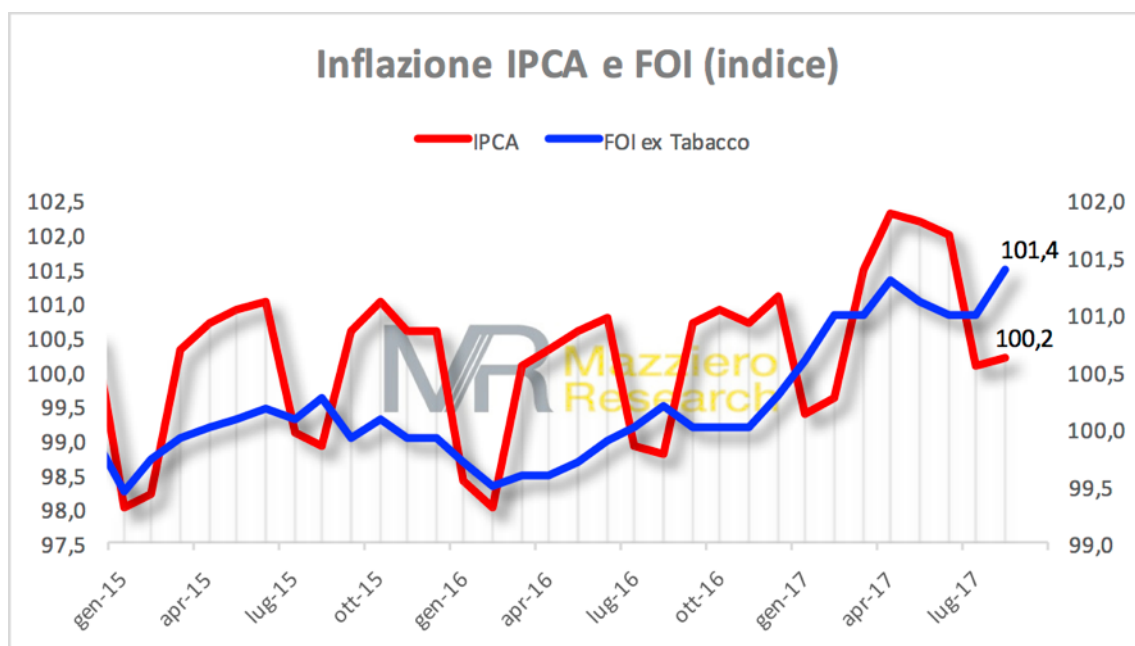


Figura 14: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2015 ad agosto 2017 (Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Il tasso di inflazione annua IPCA ad agosto è pari al +1,4%.
- Il tasso di inflazione annua FOI ad agosto è pari al +1,2%.
- Il tasso di inflazione annua NIC ad agosto è pari al +1,2%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2017 è pari al +1,4%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 100,2.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 101,4.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 101,5.

### Il commento

Rispetto ai massimi raggiunti ad aprile, ripiega parzialmente il tasso di inflazione, come possiamo vedere dalla variazione mensile dell'indice NIC nella **Figura 15**; il valore tuttavia resta ben al di sopra di quello di un anno fa. Anche gli indici FOI e IPCA, pur con le oscillazioni di quest'ultimo, riportati nella **Figura 14** presentano una tendenza in crescita. A maggior precisazione gli indici riportati nel grafico di **Figura 14** presentano gli andamenti cumulativi e possono fornire un'idea della perdita del potere di acquisto, mentre nella **Figura 15** è riportata, su base mensile, la variazione annuale dell'indice NIC in modo da apprezzarne l'intensità di aumento o diminuzione.

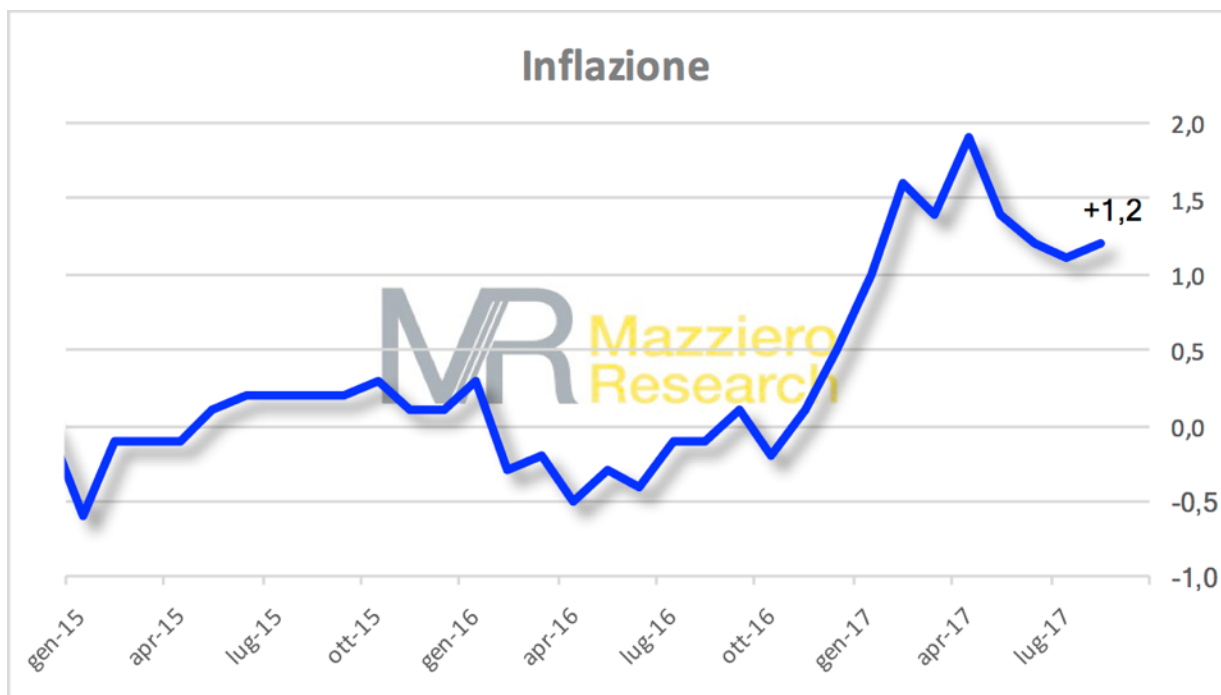


Figura 15: Valori di inflazione dell'indice NIC  
(Elaborazione su dati Istat)

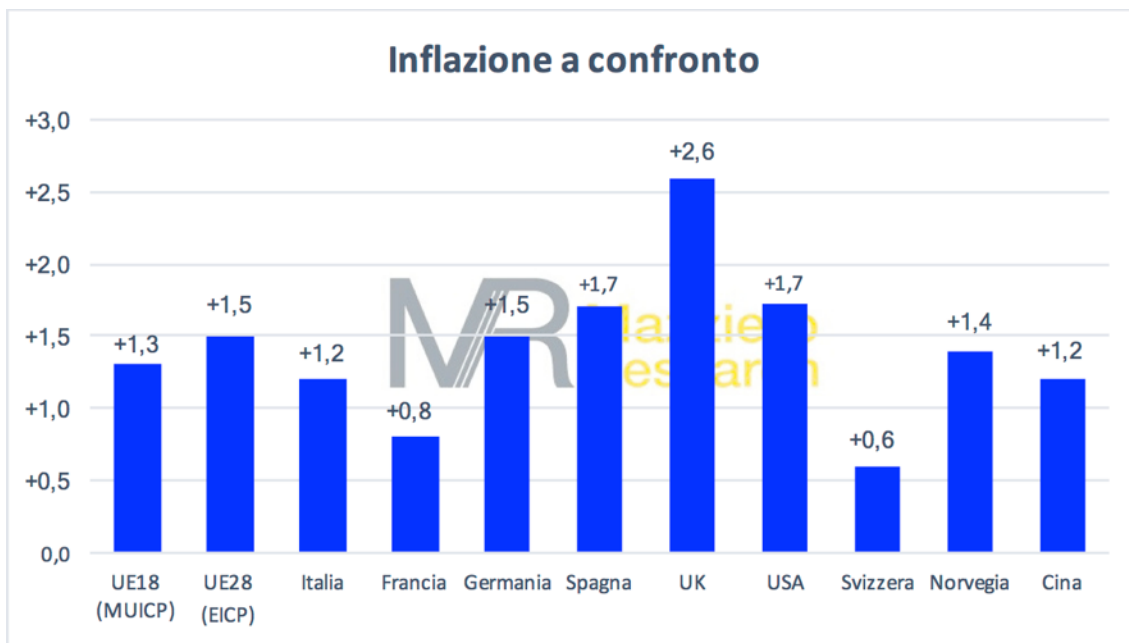
La **Tabella 15** riporta le variazioni mensili (riquadrate in rosso) e annuali (in blu) dell'indice NIC suddivise per spesa. I riquadri orizzontali di color fucsia indicano le voci con le maggiori variazioni su base annua. Come possiamo osservare le voci relative ai trasporti, e quindi ai carburanti, continuano a mostrare una forte variazione sia su base mensile sia annuale; mentre le utenze domestiche (bollette) e i servizi ricettivi e ristorazione, hanno ormai cessato la loro influenza su base mensile.

**PROSPETTO 1. INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC, PER DIVISIONE DI SPESA**

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

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

Tabella 15: Indici dei prezzi al consumo NIC per divisione di spesa  
(Fonte Istat)



*Figura 16: Inflazione nei vari Paesi ad aprile 2017  
(Fonte: Eurostat)*

La **Figura 16** mostra il confronto del valore di inflazione annuo per diversi paesi, spicca il tasso di variazione del Regno Unito, che probabilmente continuerà a mostrarsi elevato, a causa della svalutazione della sterlina. Per lo stesso motivo è abbastanza probabile che l'inflazione continui a restare contenuta nei paesi euro visto il rafforzamento della valuta comunitaria.

## Riquadro 7

### **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 17: Disoccupazione in Italia da gennaio 2014 a luglio 2017  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Disoccupazione: 11,3% a luglio 2017; record storico 13,4% a novembre 2014.  
35,5% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 43,3% rilevato a febbraio 2014.
- Tasso di occupazione: 58,0% della popolazione tra 15 e 64 anni;
- Tasso di inattività: 34,4% della popolazione tra 15 e 64 anni;
- Cassa integrazione: da gennaio a luglio 2017 autorizzate 226 milioni di ore; da gennaio a luglio 2016 furono autorizzate 390 milioni di ore.

### Il commento

Se si dovesse prendere in considerazione il solo dato della disoccupazione, questa darebbe l'impressione di una condizione stabile (linea rossa, **Figura 17**), dato che il valore risulta pressoché invariato poco al di sopra dell'11%.

In realtà se si osserva il tasso di inattività (linea blu, **Figura 18**) si vede che questo presenta una chiara tendenza in diminuzione.

Il significato che si può trarre è che nuove persone si affacciano al mondo del lavoro (tasso di inattività in calo), incoraggiate dalle mutate condizioni economiche e trovano lavoro dato che la disoccupazione resta stabile. Resta tuttavia alta la disoccupazione giovanile, che si mantiene al di sopra del 35%.

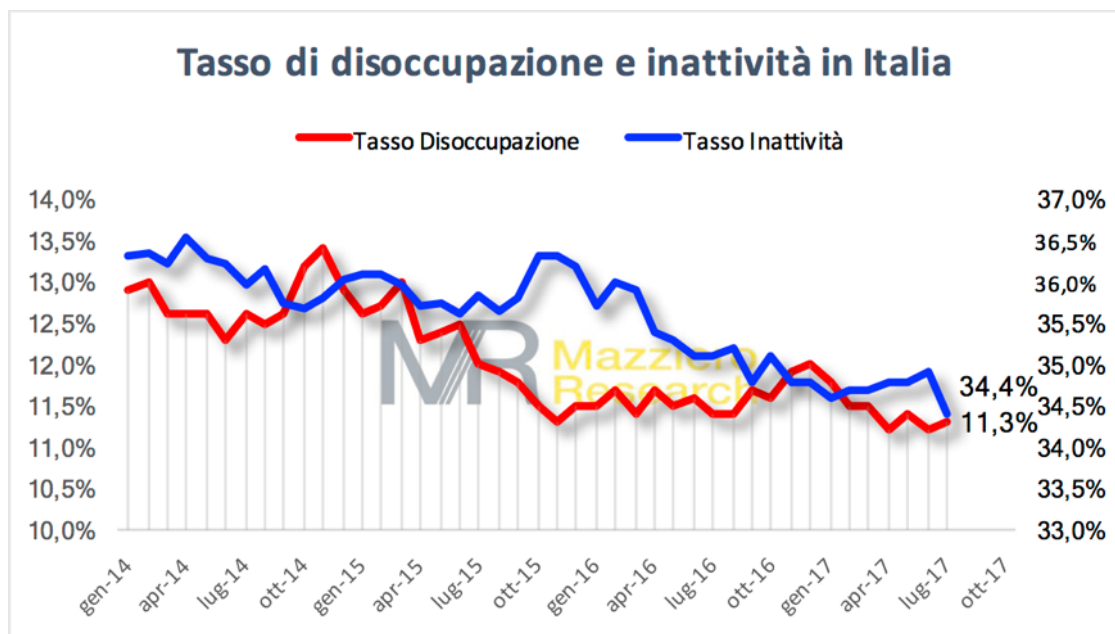


Figura 18: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2014 a luglio 2017 (Elaborazione su dati Istat)

Alcuni toni trionfalistici governativi attribuiscono questa maggiore occupazione al successo delle riforme sul lavoro (Jobs Act); in realtà avevamo già analizzato questo aspetto nell'Osservatorio di metà 2016 evidenziando come misure e incentivi avevano avuto degli effetti esclusivamente temporanei.

Ora l'aumento di occupazione c'è e molto probabilmente è spinto dalla fase di espansione economica in ambito europeo che, al tempo stesso, traina anche il nostro Paese (si veda anche la sezione relativa al Prodotto interno lordo) in questo Osservatorio.

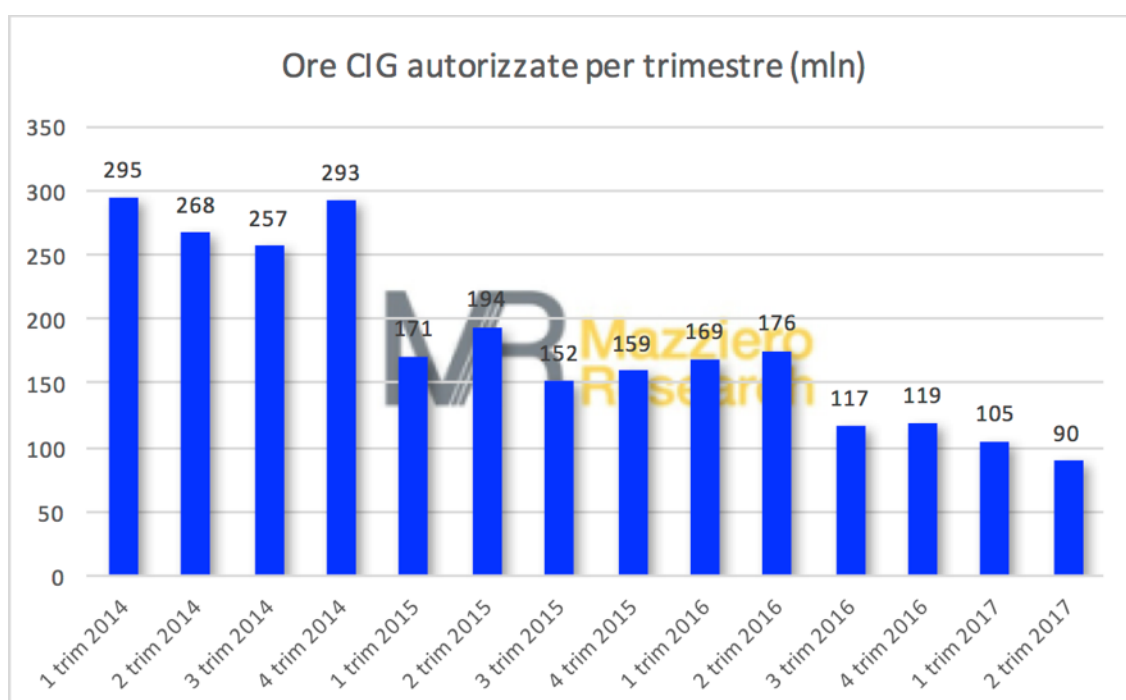
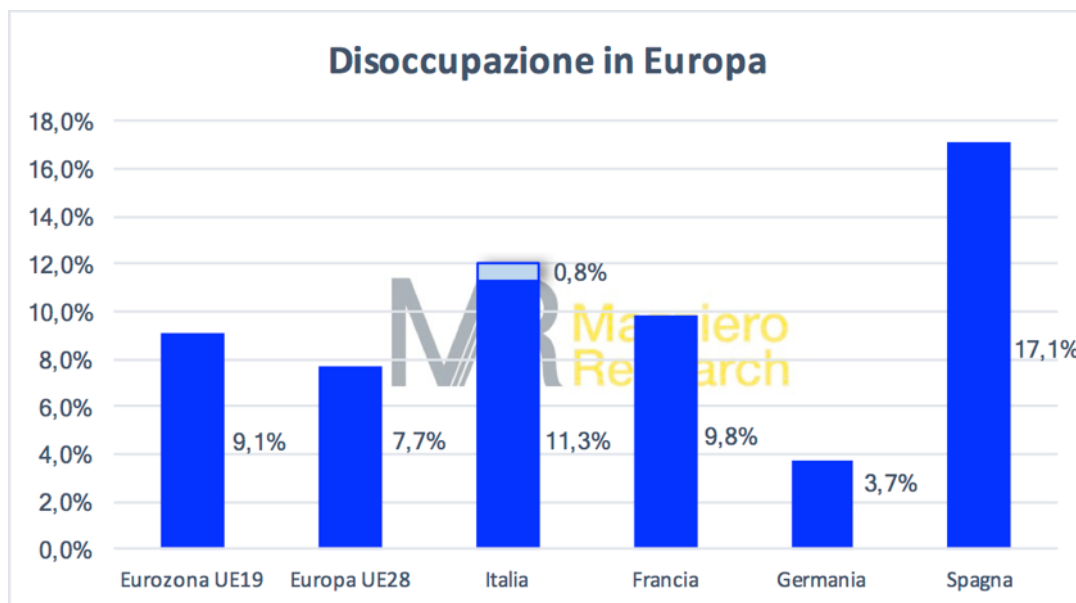


Figura 19: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2014 al 2 trim 2017 (Fonte: Inps)



*Figura 20: Disoccupazione in Europa a luglio 2017  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Negli ultimi 12 mesi sono aumentati gli occupati dipendenti di 378 mila unità, mentre sono diminuiti gli indipendenti di 84 mila unità. Fra i dipendenti che hanno trovato lavoro oltre i tre quarti sono a termine e solo un quarto a tempo indeterminato; anche questo conferma il mancato funzionamento del Jobs Act, relativamente al varo di contratti a tutele crescenti. La **Figura 19** mostra come anche il ricorso alla Cassa Integrazione sia in sensibile calo, trimestre dopo trimestre. Il confronto con i principali paesi europei resta comunque ancora non soddisfacente (**Figura 20**), anche nel caso non considerassimo la quota aggiuntiva dello 0,8% derivante dalla Cassa Integrazione, la nostra disoccupazione resta superiore sia alla media dell'Unione sia alla media dell'Eurozona. Tuttavia solo la Spagna, insieme alla Grecia non riportata, mantiene un tasso elevato di disoccupazione (17,1%), la Francia presenta un 9,8%, mentre la Germania si trova in piena occupazione con un 3,7% di persone disoccupate.

#### Riquadro 8

**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

### *I nuovi soci della Banca d'Italia*

(Il commento)  
di *Andrew Lawford, CFA*

Abbiamo già avuto modo in passato di esaminare la partecipazione delle banche italiane nel capitale di Banca d'Italia: si veda in particolare l'Osservatorio "Italia economia a fine 2013" (pagine 33 - 35), in cui si è cercato di stabilire un valore ragionevole per la banca centrale italiana. È stato un compito piuttosto difficile, considerando la funzione di importanza pubblica svolta dall'Istituto. Inoltre, dare un valore ad una banca centrale che è partecipata dagli stessi soggetti (le banche italiane, appunto) su cui questa deve vigilare apre una serie di domande a cui difficilmente si trova risposta.

Quell'esercizio di stimare un valore per la Banca d'Italia nel 2013 era scaturito in seguito alla decisione di stabilire per legge un valore di 7,5 miliardi €; si è visto che quel valore era molto diverso rispetto alla SNB (la banca centrale elvetica), che ha la particolarità di essere quotata in borsa. La differenza non era di poco conto: se la Banca d'Italia fosse stata valorizzata con gli stessi parametri della SNB, avrebbe avuto all'epoca un valore intorno a 220 milioni €! Oggi, la SNB si è rivalutata in maniera importante, ma nonostante il rialzo evidente nel **Grafico 1**, ha una capitalizzazione di mercato inferiore a 400 milioni CHF.





*Grafico 1: Andamento di lungo termine della SNB (banca centrale elvetica) Fonte: Thomson Reuters*

Tuttavia, la decisione fu presa e 7,5 miliardi € diventò il valore. L'altra parte della disposizione di legge cercava di ridurre il peso del singolo azionista ad un massimo del 3%. La spinta per dismettere la quota della partecipazione oltre questa soglia è stata data dal fatto che, a partire dal 2017, i dividendi di spettanza dei soci sarebbero stati pagati solo sulle partecipazioni inferiori al 3%; l'eventuale eccedenza andava persa, o meglio, rimaneva "in azienda". Allo stesso tempo, per incentivare la riduzione delle varie partecipazioni entro la soglia del 3%, si decise di ampliare i soggetti idonei a detenere le azioni della banca centrale, oltre addirittura a fornire un servizio di "market-making" per agevolare gli eventuali passaggi.

A distanza di 4 anni, si può ritenere che qualche cambiamento è stato fatto all'assetto societario della Banca d'Italia, come evidenziato nella Tabella 1.

Socio	Partecipazione 2013	Partecipazione 2017	Variazione	Incasso / (Esborso)
Intesa Sanpaolo	30,35%	17,01%	-13,33%	999.875.000
Unicredit	22,11%	14,63%	-7,48%	561.050.000
Cassa di Risparmio di Bologna	6,20%	6,20%	0,00%	0
Generali	6,33%	4,84%	-1,50%	112.375.000
Carige	3,96%	4,03%	0,07%	-5.600.000
INPS	5,00%	3,00%	-2,00%	150.000.000
INAIL	0,67%	3,00%	2,33%	-175.000.000
Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense	0,00%	3,00%	3,00%	-225.000.000
INARCASSA (Ingegneri / Architetti)	0,00%	3,00%	3,00%	-225.000.000
ENPAM (Medici / Odontoiatri)	0,00%	3,00%	3,00%	-225.000.000
BNL	2,83%	2,83%	0,00%	0
Monte dei Paschi	2,50%	2,50%	0,00%	0
ENPAIA (Addetti / Impiegati Agricoltura)	0,00%	2,15%	2,15%	-161.500.000
Credit Agricole Cariparma	2,03%	2,03%	0,00%	0
Fondazione Cariplo	0,00%	2,00%	2,00%	-150.000.000
UnipolSai Assicurazioni	1,33%	2,00%	0,67%	-50.000.000
Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli	2,10%	2,00%	-0,10%	7.525.000
Cassa di Risparmio di Firenze	1,89%	1,89%	0,00%	0
Cassa Risparmio personale Banca d'Italia	0,00%	1,65%	1,65%	-123.725.000
Banco BPM	1,51%	1,51%	0,00%	0
Fondo pensione personale Unicredit	0,00%	1,33%	1,33%	-100.000.000
Cassa di Risparmio del Veneto	1,20%	1,20%	0,00%	0
Cassa di Risparmio di Asti	0,93%	1,00%	0,07%	-5.025.000
CNPADC (Dottori Commercialisti)	0,00%	1,00%	1,00%	-75.000.000
Compagnia di San Paolo	0,00%	1,00%	1,00%	-75.000.000
Fondo Pensione a contribuzione definita Gruppo Intesa Sanpaolo	0,00%	0,95%	0,95%	-71.000.000
Nuova Banca delle Marche	0,82%	0,82%	0,00%	0
ENPAQL (Consulenti del lavoro)	0,00%	0,67%	0,67%	-50.000.000
<b>Totale Soci</b>	<b>60</b>	<b>115</b>		

*Tabella 1: Evoluzione assetto societario - Banca d'Italia  
Fonte: Banca d'Italia*

Balza subito all'occhio il fatto che il numero di soci è aumentato da 60 a 115, grazie all'ingresso di nuove categorie di investitori. In particolare, la presenza di fondi pensione, come INARCASSA che ha acquistato fino al

limite del 3%. Le motivazioni di INARCASSA sono spiegate nella relazione al bilancio 2015<sup>1</sup>:

*“L’investimento, di lungo periodo, è caratterizzato da un elevato livello di solidità e da valide prospettive reddituali: il suo profilo “rischio-rendimento” è compatibile con il ruolo e gli obiettivi di un investitore istituzionale stabile e proiettato sul lungo periodo. L’acquisizione di quote azionarie anche da parte di altre Casse di Previdenza costituisce un’iniziativa, unica nel suo genere, che ha consentito al comparto di detenere oggi oltre il 10% del capitale di Bankitalia.*

*“La qualità degli interlocutori coinvolti, le dimensioni dell’operazione, il contesto nel quale ha preso forma e si è svolta, ne fanno un investimento di straordinaria importanza nel panorama economico e finanziario italiano: importante per la Banca d’Italia, per le Casse e per l’economia del Paese. Un investimento a fronte del quale, per la prima volta, gli enti di previdenza privatizzati si sono uniti per compiere un’operazione “di sistema”.”*

Tante belle parole, ma che cosa significano esattamente? In che modo il trasferimento di una quota della Banca d’Italia da un vecchio socio ad uno nuovo, quando nessuno dei due può influenzare la gestione dell’Istituto, può essere considerato “... di straordinaria importanza nel panorama economico e finanziario italiano...”? Inoltre, perché la Banca d’Italia aveva bisogno di un’operazione “di sistema”?

Ancora più interessante è veder spuntare nuovi soci come i fondi pensioni del Gruppo Intesa Sanpaolo o del personale di Unicredit. Anche la presenza della Compagnia di San Paolo e la Fondazione CARIPO fa pensare che l’assetto societario non sia stato cambiato così radicalmente.

---

<sup>1</sup> INARCASSA, Bilancio Consuntivo 2015; pag. 30

Forse la vera spiegazione la si può trovare nella propensione della Banca d'Italia di pagare dividendi interessanti: l'investimento ha reso circa il 4,5% nel 2017, un livello piuttosto interessante considerando l'attuale andamento dei tassi d'interesse per i titoli di Stato. Siccome il monopolio della Banca è quello della produzione di denaro, non ci sarebbe da stupirsi se questo flusso di dividendi fosse quasi garantito anche nel futuro. La bontà dell'operazione per i nuovi soci è evidente quando si considera che anche la Cassa di Risparmio dei dipendenti della Banca d'Italia ha comprato più dell'1,5%; si presume che i dipendenti della banca abbiano modo di valutare correttamente l'opportunità.

In questa evoluzione della Banca d'Italia, non si riescono a trovare le risposte a numerose domande importanti:

1. Perché la Banca d'Italia dovrebbe essere detenuta da enti non-governativi?
2. Se la banca deve comunque avere dei soci privati, perché non quotarla come la SNB? Offrire il rendimento preferenziale generato da un ente di natura pubblica come la Banca d'Italia solo a pochi soci del settore finanziario pare più che altro un modo per regalargli dei soldi in maniera poco trasparente.
3. Perché le banche in dissesto, come Banca delle Marche, Carige o MPS si sono potute tenere invariate le partecipazioni? Realizzare il pieno valore di un attivo così inutile poteva creare risorse liquide che altrimenti dovevano essere reperite in condizioni poco favorevoli.
4. Se la Banca d'Italia dovesse aver bisogno di capitale in più, magari a causa del saldo negativo nel sistema TARGET 2 (attualmente intorno a 400 miliardi €), gli attuali soci, che godono del privilegio di poter investire nell'Istituto, saranno pronti a sottoscrivere quanto necessario?<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Per una spiegazione del TARGET 2, si veda l'Osservatorio "Italia economia a fine 2016", pag. 30. In particolare la dichiarazione del Governatore Draghi della BCE: "Se un paese lasciasse l'Eurosistema, i crediti e le passività della sua banca centrale nazionale nei confronti della BCE dovrebbero essere regolati integralmente".

# *Why Economics mind model and Competition concept have to be overcome.*

*(Economic Notes)  
by Gabriele Serafini*

## 1. Introduction.

Current Economic Theory<sup>1</sup> assumes that *economic agents* are *independent* and *optimizing*.<sup>2</sup> Psychology and Neuroscience achievements in mind birth and human interactions fields of research, on the contrary, indicate that regarding individuals as independent and optimizing is incorrect as everyone, *since birth*, is mentally interconnected with other agents.<sup>3</sup> Moreover, human action is guided by means of *repeated behavioral patterns*, based on *mind interactions* and *social signals*,<sup>4</sup> instead of *optimizing purposes*.<sup>5</sup> The main theoretical

---

<sup>1</sup> We know that in every time there are theories who fight each other and are founded on different concepts but we believe that - with the exception of economists who share Karl Marx's approach – the various schools of economic thought, nowadays, share mind model we attribute, in this article, to what we call Current Economic Theory.

<sup>2</sup> On the basis of these two assumptions (independence and optimization) economic theory have created three different visions of markets and economic agent relations, whose main representatives, in our opinion and as we clear up in the next pages, are Vilfredo Pareto, Friedrich von Hayek and John von Neumann - Oskar Morgenstern.

<sup>3</sup> The ways human beings interact as part of a group, and what is a group, are still open fields of research, in Psychology and Neuroscience as well: D. Anzieu, J.Y. Martin, *Dinamica dei piccoli gruppi*, Borla, Roma, 2010; R. Carli, R.M. Paniccia, F. Lancia, *Il gruppo in psicologia clinica*, Carocci, Roma, 1998; C. Schmidt, *Neuroeconomia. Come le neuroscienze influenzano l'analisi economica*, Codice edizioni, Torino, 2013.

<sup>4</sup> For a comprehensive definition of "signal": U. Eco, *Trattato di semiotica generale* (1975), La nave di Teseo, Milano, 2016, pp. 21-3.

<sup>5</sup> G. Jervis, *Psicologia dinamica*, il Mulino, Bologna, 2001, p. 25.

difference between these two approaches<sup>6</sup> is synthesizable in a mind-reality separation concept, which still characterizes Current Economic Theory, instead of the concept of a mind born by means of child-caregiver internalized interactions, as acquired by contemporary Psychology<sup>7</sup> and Neuroscience.<sup>8</sup>

If latter mind model is adopted, as explained below, economic agent independence and optimization are overcome and, as a matter of fact, different definition can be derived for the concept of *competition*.

---

<sup>6</sup> These different approaches have a parallel, in our opinion, in what happened in the field of Philosophy, between Hermeneutics and Metaphysics, in the twentieth century. We refer to the line of thinking that started with Franz Brentano (F. Brentano (1874), *Psychology from an empirical standpoint*, Routledge, New York, 1995) and continued with Edmund Husserl (Id, *Idee per una fenomenologia pura e per una filosofia fenomenologica*, Giulio Einaudi Editore, Torino, 2002), Martin Heidegger (Id (1927), *Being and Time*, State University of New York Press, New York, 1996) and Hans-Georg Gadamer (Id (1960), *Truth and Method*, Bloomsbury Publishing, New York-London, 2013) and the critics to Metaphysics and the "Kantian" way of thinking. A detailed and precious overview can be traced in: M. Ferraris, *Storia dell'ermeneutica*, Bompiani, Milano, 2008.

<sup>7</sup> In particular, we refer to the Object-Relation psychoanalytic approach, theorized by Melanie Klein (Id, *Scritti 1921-1958*, Boringhieri, Torino, 1978) but named by Ronald Fairbairn in 1954 (E.L. Auchincloss, *The Psychoanalytic Model of the Mind*, American Psychiatric Publishing, Washington, DC, 2015, p. 193) and also developed by M.S. Mahler (Id, Pine, A. Bergman, *The Psychological Birth of the Human Infant. Symbiosis and Individuation*, Karnac, London, 1975), J. Bowlby (Id, *Attachment and Loss*, I-III, Basic Books, London, 1969-80), W.R. Bion (Id (1962), "The Psycho-analytic study of thinking", «The Psychoanalytic Quarterly», 2013, LXXXII, 2; Id, *Elementi della psicoanalisi*, Armando Editore, Roma, 1973), O. Kernberg (Id, *Internal World and External Reality*, Aronson, New York-London, 1980), D.W. Winnicott (Id, *Playing and Reality* [1971], Routledge, London, 2005).

<sup>8</sup> See, in particular: A. Damasio, *Descartes' error. Emotion, Reason and the Human Brain*, Avonbooks, New York, 1995; Id, *Self Comes to Mind. Constructing the Conscious Brain*, Pantheon Books, New York, 2010; M. Mancía (ed.), *Psychoanalysis and Neuroscience*, Springer-Verlag Italia, Milano, 2006.

In the next paragraphs we first face the independence and optimization concepts; then we draw a different definition of competition, on the basis of the different mind model.

## 2. Independence and optimization.

About *independence*,<sup>9</sup> economic theory states that individuals are *mutually* independent<sup>10</sup> because economic agent interaction is only limited to buying and selling and commodities price changing over time but in a way that every single agent can't determine.<sup>11</sup>

Independence is a necessary theoretical *device* to economic theory, in order to explain how competition works and allows to achieve General equilibrium. We think that independence could be named *psychological distinction*, because, according to current economic theory, independence can rely on a unaware<sup>12</sup> or aware<sup>13</sup> interconnection<sup>14</sup> but,

---

<sup>9</sup> What economists name *Independence*, according to Bruno de Finetti should be named *Indifference*: "L'indipendenza significa dunque che ogni arricchimento d'esperienza in base a nuove prove ci lascia indifferenti nella valutazione di probabilità successive; sarebbe forse più appropriato, pertanto, dire «indifferenza»" (B. de Finetti, *Indipendenza stocastica ed equivalenza stocastica*, in «Atti della Società Italiana per il Progresso delle Scienze», XXII Riunione, Bari, 1933, SIPS, Roma, 1934, Vol. II, p. 200).

<sup>10</sup> Independence is fundamental for the efficiency of competition represented by General economic equilibrium, that can be achieved, in fact, only if economic agents are independent (see: V. Pareto, *Manuale di economia politica* (1906), Milano, Società Editrice Libreria, 1919, chapters 4 and 5).

<sup>11</sup> Pareto V., *Corso di economia politica*, in "I grandi classici dell'economia", vol.14, Milano Finanza Editori, Milano, 2006. p. 141. J.A. Schumpeter wrote that it is a *strategy exclusion principle* (Id, *History of Economic Analysis* (1954), Routledge, London, 2006, pp. 918 ff.).

<sup>12</sup> F. von Hayek, *The Sensory Order*, London, Routledge & Kegan Paul, 1952, chapter 1; Id, *Law, Legislation, and Liberty*, Chicago University of Chicago Press, 1978, chapters 2 and 5.

<sup>13</sup> J. von Neumann, O. Morgenstern, *Theory of games and economic behavior*, Princeton, Princeton university Press, 1944, p. 13.

anyway, every economic agent perceives and decides in a separate way from every other economic agent.<sup>15</sup>

On the contrary, psychologists consider that human mind come to life from *inborn interactions* with other minds<sup>16</sup> and even though saying *individual mind* can or cannot be considered an oxymoron,<sup>17</sup> "internal and external are perpetually regenerating and transforming themselves and each other".<sup>18</sup>

Psychological interconnection, that is mind interconnection due to the particular way mind takes shape, starts to live and lives - excluding psychopathology connected with isolation, as a matter of fact – let us consider that regarding one-self as mentally independent is incorrect as everyone is strictly connected with other agents since its own birth;<sup>19</sup> moreover: most of human mind faculties are regarded as originating via child-caregiver relations matrix.<sup>20</sup>

---

<sup>14</sup> Paul A. Samuelson's approach to consumers *coherence* is based on independent agents too: Id, "A Note on the Pure Theory of Consumer's Behaviour", «*Economica*», N.S., 1938, pp. 61-71 and 353-354.

<sup>15</sup> See: Pareto, *Manuale...*, cit.; Id, *Corso...*, cit.

<sup>16</sup> See, in particular: W.R. Bion (1962), "The Psycho-analytic study of thinking", «The Psychoanalytic Quarterly», 2013, LXXXII, 2, pp. 301 ff; but this belief, as stated by Giovanni Jervis (Id, *Psicologia dinamica*, cit., p. 85), permeates the entire Psychology science.

<sup>17</sup> S.A. Mitchell, *Relationality. From Attachment to Intersubjectivity*, Taylor & Francis Group, New York, p. 57.

<sup>18</sup> *Ibidem*. About this: O. Kernberg (Id, *Internal World...*, cit., p. 24) and Merleau-Ponty (Id., *Fenomenologia della percezione*, Milano, Il Saggiatore, 1965, pp. 523 ff.; Id, *Segni*, Milano, Il Saggiatore, 2015, pp. 194, 201). At the beginning of Psychoanalysis experience, even Sigmund Freud stated that Ego depends on, and derives from, external world (Id., *Compendio di psicoanalisi* (1938), Bollati Boringhieri, Torino, 1980, p. 78).

<sup>19</sup> Auchincloss, *The Psychoanalytic Model ...*, cit., pp. 198 ff.

<sup>20</sup> *Ibidem*.



Friedrich von Hayek, on the contrary, maintained that environment is only *external* and human brain tries to reproduce external world,<sup>21</sup> even though he believed in a limited possibility of knowability of external reality. Vilfredo Pareto too believed the existence of a world *external* to human beings,<sup>22</sup> and that we can only know *ideal* phenomena and only get closer and closer to concrete phenomena that, however, "we don't know, and will never know."<sup>23</sup> About competition, anyway, Pareto believed competition as ideal perfect system to move towards, through a progressive reduction of market imperfections, whereas Hayek believed it's impossible to reduce market imperfections, and free competition<sup>24</sup> is the appropriate relationship form for irremediably isolated individuals. A different approach about economy, but definitely similar with regard to independence, can be traced in John von Neumann and Oskar Morgenstern's *Theory of Games and Economic Behaviour*, when, while saying that every participant in a "social exchange economy" faces data that "are the product of other participants' actions and volitions (like prices)",<sup>25</sup> they indicate that other economic agents influences are based on psychological independence. In fact, they link reciprocal influences to the specification that "decisive exchanges may take place directly between large number "coalitions", few in number, and not between individuals, many in number, acting independently".<sup>26</sup> This means that small and large numbers of participants only "explain under what circumstances" ... "large numbers of participants will become effective and lead to a more or

---

<sup>21</sup> F. von Hayek, *The Sensory Order*, cit., chapter 5; Id, "Economics and Knowledge", «Economica», n.s., IV, n. 13, 1937, pp. 33-54.

<sup>22</sup> Pareto, *Corso...*, cit., p. 141.

<sup>23</sup> *Ibidem*.

<sup>24</sup> The opposite of "socialism": F. von Hayek, "Socialist Calculation: The Competitive 'Solution'", «Economica», n.s., VII, 1940, pp. 125-149.

<sup>25</sup> J. von Neumann, O. Morgenstern, *Theory of Games...*, cit., p. 12.

<sup>26</sup> *Ivi*, p. 15.

less free competition",<sup>27</sup> clearly stating that individuals *may* or may not be mutually independent. On the contrary, if inborn mind interaction and repeated pattern based behaviours are assumed, individuals are physically independent but *psychologically reciprocally dependent*.<sup>28</sup>

About *optimization* concept, on another hand, we can say that it derives from the fact that every economic agent is believed to act to "obtain a maximum satisfaction",<sup>29</sup> being *coherent*<sup>30</sup> in the choice process. In this way, economic theory states that economic agents are *optimizers* because guided by *one purpose in every coherent choice process*.

Emphasis was placed, in scientific literature, on whether the choice process can be considered *coherent*<sup>31</sup> - especially in the short run<sup>32</sup> - and human mind *rational*<sup>33</sup> but less attention was given, as we know until now, to the inexistence of such a thing as a *purpose* that would guide economic agent behavior in a choice process. Because of the backdating of mind interaction to the constitutive moment of mind, as we told, human action is regarded to be guided by means of *repeated behavioral patterns* and social *signals*, which lead to the exclusion of an optimization principle, intended as a purpose which would drive economic agent in economic behaviours.<sup>34</sup> Human behaviour is instead

---

<sup>27</sup> *Ibidem*.

<sup>28</sup> D. Napolitani, *Individualità e gruppaltà*, IPOC, 2006, p. 65.

<sup>29</sup> J. von Neumann, O. Morgenstern, *Theory of Games...*, cit., p. 10.

<sup>30</sup> P.A. Samuelson, *A Note on the Pure Theory...*, cit.

<sup>31</sup> D. Kahneman, A. Tversky (1979), "Prospect Theory: an analysis of decision under risk", «Econometrica», No. 47, 1979, pp. 263-291.

<sup>32</sup> D. Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*, Ferrar, Strauss and Giroux, New York, 2011.

<sup>33</sup> H.A. Simon, "Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science", «The American Economic Review», Vol. 49, No 3. (Jun., 59), 253-283.

<sup>34</sup> G. Jervis, *Psicologia dinamica*, cit. p. 25. See also: G. Bateson, *Verso un'ecologia della mente*, Adelphi, Milano, 1997, pp. 303 ff.; Id. *Mente e natura*, Adelphi, Milano, 1984, pp. 123 ff.

constituted by patterns acquired since birth and inborn interactions, even considering individual differences within human beings.

### 3. Competition.

If we are concerned with the backdating of mind interaction to the moment of mind birth and human mind interactions during every individual life, we can see that these science acquisitions haven't been evaluated in the economic field, until now, with regard to fundamental consequences for *competition* concept, that derive from it.

Economic theory concept of competition, in fact, is based on the isolation of individuals who compete on the markets in order to optimize their resources allocation. It is, because Current Economic Theory is grounded on 'individuals' instead of such a thing as 'other than individuals'. Nevertheless, we have to pay more attention to the fact that, even Current Economic Theory considers that there are interests and actions which have to be grouped, stylized and represented in the well known demand-supply schemes; and that Leòn Walras<sup>35</sup> first, and Vilfredo Pareto then, built their *Pure Economics* concerning four characters - workers, landowners, capital owners, entrepreneurs -, exactly stylizing individual behaviours in these four categories.

Therefore, on the basis of the updated inborn mind interactions model, outlined above, and given that individuals internalize interactions<sup>36</sup> as well as social signals,<sup>37</sup> in order to understand and act in reality they

---

<sup>35</sup> L. Walras (1874/7), *Elementi di economia politica pura*, Milano, Milano Finanza editori, (I grandi classici dell'economia, xi), 2006.

<sup>36</sup> E.L. Auchincloss, *The Psychoanalytic Model...*, cit.; M. Klein, *Scritti...*, cit.; O. Kernberg, *Internal World...*, cit., chapter 1.

<sup>37</sup> G. Bateson, *Mente e natura...*, cit.; Schmidt C., *Neuroeconomia*, cit.; U. Eco, *Trattato di Semiotica...*, cit.

belong to,<sup>38</sup> it has to be considered that human beings are constantly part of clusters, a *cluster* being defined as a set of variables contiguous with respect to a property.<sup>39</sup>

According to this approach, competition can hardly be considered as constituted by individuals who compete separately, and should rather be considered as an *epiphenomenon* internal to each cluster,<sup>40</sup> grounded on markets where different clusters really compete only outside themselves. It's important to specify that a *cluster* is not necessarily a *social class* - fundamental "economic agent" for economists preceding Neo-Classics - since clusters are constituted by attractive variables that point and group human behaviours and by a number of grouped individuals that rises to a level which is relevant according to a certain observer and/or a research plan. This means that, in competition, individuals behaviours are *correlated* instead of *independent*, because individuals are always part of a cluster.

Any *different* cluster that compete on the markets is, then, the representative of a *different* interest, so that different clusters don't represent the *same* interest in each other competition for the same (scarce) resources, instead of what maintained by Current Economic Theory about individuals in competition.

Competition is a cluster struggle for the dominance of any particular cluster interest, not a struggle between individuals having the same interest. The latter is (epiphenomenal) competition - we can name it 'competition within the cluster' - as intended until now, whose theory, on

---

<sup>38</sup> K. Lewin, 'Field Theory and Experiment in Social Psychology: Concepts and Methods', «American Journal of Sociology», Vol. 44, No. 6 (May, 1939), pp. 868-896.

<sup>39</sup> Piccolo D., *Statistica*, il Mulino, Bologna, 2000, p. 767.

<sup>40</sup> Leòn Walras considered something like this when he conceived extra-profit as the profit an entrepreneur gains when markets are not in equilibrium.

the contrary, conceives *independent* individual behaviours in standard conditions of markets and *correlated* individual behaviours only in panic moments on the markets.<sup>41</sup>

#### 4. Conclusions.

Hence, according to the scientifically updated mind model, independence and optimization, as qualities that affect and distinguish economic behaviour, have to be overcome. Likewise, competition can't be considered as the theoretical device that definitely explains the essence of individual economic behaviour and the target of economic efficiency to achieve, since grounded on individuals instead of clusters. These conclusions have to be considered, however, only a beginning, because part of a more comprehensive theory - that we can call *Cluster Economics* - that will include, obviously, many other concepts to be reconsidered<sup>42</sup> and links with other sciences.<sup>43</sup> We are persuaded, in fact, that interdisciplinarity in Economics is as important as in other sciences, that have already understood, for some time now, that ignoring scientific progress only determines a faster overcome of old foundations, when scientific turning point, sooner or later, is achieved.

---

<sup>41</sup> See Irving Fisher (Id, *La teoria dell'interesse*, Milano, Milano Finanza editori, 2006 [1930] («I grandi classici dell'economia», xviii). Paul A. Samuelson (Id, *The "Transformation" from Marxian "Values" to Competitive "Prices". A Process of Rejection and Replacement*, in "Proceedings of the National Academy of Sciences U.S.A", Vol, 67, n.1, Sep. 1970, p. 425), on the contrary, maintained that Capitalism dynamics as a whole could be influenced by a cluster struggle. In particular, he argued this with regard to Marxian class struggle concept.

<sup>42</sup> For example, we can think to Inflation: in *Cluster Economics* it can be the result of a "Supply Cluster" behaviour, instead of the result of a Demand excess.

<sup>43</sup> Like *Complexity Science*, for example. See: F. Orsucci, *Human Dynamics. A Psychotherapy-Complexity Science Open Handbook*, Cambridge, UK, Nova Science Publisher, 2015.

## Conclusioni

La ripresa c'è, forse non sarà strutturale, quasi certamente è solo trainata dal ciclo economico europeo, ma finalmente c'è: aumenta la produzione industriale e la crescita del PIL, migliora l'occupazione e l'inflazione resta per il momento contenuta.

Purtroppo aumenta anche il debito pubblico, segnando un nuovo record a 2.300 miliardi, e anche se assisteremo a una sua riduzione nei prossimi mesi questo aspetto evidenzia la persistente fragilità dell'economia italiana se comparata con i partner europei.

Il rischio a questo punto è che l'entusiasmo di ottenere più facilmente gli obiettivi di bilancio ci possa far pensare di avere a disposizione un tesoretto per aumentare la spesa pubblica piuttosto che ridurre il debito.

È meglio evitare di considerare finita questa lunghissima crisi; c'è ancora molto da lavorare per trasformare questi primi segni di ripresa in una crescita strutturale e duratura.

*Maurizio Mazziero*

### *Stime debito pubblico sino a giugno 2017*

Debito pubblico ad agosto 2017:  
**2.276 miliardi (in forte calo)**  
Intervallo confidenza al 95%:  
*compreso tra 2.272 e 2.280 miliardi*  
Dato ufficiale verrà pubblicato il:  
**13 ottobre 2017**

Debito pubblico a dicembre 2017:  
**compreso tra 2.259 e 2.275 miliardi**  
Intervallo confidenza al 95%  
Dato ufficiale verrà pubblicato a:  
**metà febbraio 2018**

### *Stima spesa per interessi a fine 2017*

Spesa per interessi a luglio 2017: **35,9 miliardi di euro.**

Stime spesa per interessi a fine 2017: **69,7 miliardi di euro.**

**Nota:** *dopo alcuni mesi viene comunicata dalla Ragioneria Generale la spesa per interessi finale, il dato annuale è generalmente inferiore di circa 2 miliardi rispetto alla somma dei singoli mesi è quindi plausibile una cifra finale di 67,7 miliardi.*

### **Nota per la distribuzione**

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

### **Invito ad approfondire**

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

## 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*  
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  
DBRS, *DBRS Confirms Italy at BBB (high), Stable Trend*, 14 luglio 2017  
Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 1 settembre 2017  
Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'B-' from 'CCC'; Outlook Positive*, 18 agosto 2017  
Fitch, *Fitch Affirms Finland at 'AA+'; Outlook Stable*, 11 agosto 2017  
Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 28 luglio 2017  
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 28 luglio 2017  
Fitch, *Fitch Affirms Denmark at 'AAA'; Outlook Stable*, 21 luglio 2017  
Fitch, *Fitch Revises Spain's Outlook to Positive; Affirms IDRs at 'BBB+', 21 luglio 2017*  
Fitch, *Fitch Affirms Ireland at 'A'; Outlook Stable*, 7 luglio 2017  
Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA-'; Outlook Stable*, 23 giugno 2017  
Fitch, *Fitch Revises Portugal's Outlook to Positive; Affirms at 'BB+', 16 giugno 2017*  
Fitch, *Fitch Affirms European Stability Mechanism & European Financial Stability Facility's Debt*, 9 giugno 2017  
Fitch, *Fitch Affirms United Kingdom at 'AA'; Outlook Negative*, 5 maggio 2017  
Fitch, *Fitch Affirms the Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 28 aprile 2017  
Fitch, *Fitch Downgrades Italy to 'BBB'; Outlook Stable*, 21 aprile 2017  
IMF, *Italy: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission*, 12 giugno 2017  
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*  
Inps, *Osservatorio sul precariato*  
Istat, *Annuario Statistico*  
Istat, *Commercio al dettaglio*  
Istat, *Conti Economici Nazionali*  
Istat, *Conti Economici Trimestrali*  
Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*  
Istat, *Indicatori Demografici*  
Istat, *Il mercato del lavoro*  
Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*  
Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*  
Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*  
Istat, *Occupati e disoccupati*  
Istat, *Pil e indebitamento AP*  
Istat, *Prezzi al consumo*  
I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*  
Istat, *Produzione industriale*  
Istat, *Rapporto annuale 2017*, 17 maggio 2017



Istat, *Stima preliminare del Pil*

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro  
Moody's, *Moody's upgrades Ireland's rating to A2, changes outlook to stable from positive*, 15 settembre 2017

Moody's, *Moody's upgrades Slovenia's government bond ratings to Baa1, assigns stable outlook*, 8 settembre 2017

Moody's, *Moody's changes outlook on Portugal's Ba1 rating to positive from stable*, 1 settembre 2017

Moody's, *Moody's upgrades government bond ratings of Cyprus to Ba3; maintains a positive outlook*, 28 luglio 2017

Moody's, *Moody's affirms Estonia's A1 rating; maintains stable outlook*, 21 luglio 2017

Moody's, *Moody's upgrades Greece's sovereign bond rating to Caa2 and changes the outlook to positive*, 23 giugno 2017

Moody's, *Moody's changes outlook on Slovakia's sovereign rating to positive, affirms A2 rating*, 7 aprile 2017

Standard & Poor's, *Ratings On Portugal Raised to 'BBB-/A-3' On Strong Economic And Budgetary Performance; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Grand Duchy of Luxembourg Rating Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Finland Ratings Affirmed At 'AA+/A-1+'; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Kingdom of Denmark 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Republic of Austria 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Kingdom of Sweden 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 1 settembre 2017

Standard & Poor's, *Ratings On Slovak Republic Affirmed At 'A+/A-1'; Outlook Stable*, 28 luglio 2017

Standard & Poor's, *Outlook On Greece Ratings Revised To Positive; 'B-' Long-Term Ratings Affirmed*, 21 luglio 2017

Standard & Poor's, *Republic of Estonia Ratings Affirmed At 'AA-/A-1+'; Outlook Stable*, 9 giugno 2017

Standard & Poor's, *Republic of Ireland 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 2 giugno 2017

Standard & Poor's, *Switzerland Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 19 maggio 2017

Standard & Poor's, *State of The Netherlands Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 19 maggio 2017

Standard & Poor's, *Ratings On The Republic Of Italy Affirmed At 'BBB-/A-3'; Outlook Stable*, 5 maggio 2017

Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 28 aprile 2017

Standard & Poor's, *Ratings On The United Kingdom Affirmed At 'AA/A-1+'; Outlook Remains Negative*, 28 aprile 2017

Standard & Poor's, *Norway 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable*, 21 aprile 2017

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Rapporto sulla programmazione di bilancio 2017*, 4 maggio 2017

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'esame del Documento di economia e finanza 2017*, 19 aprile 2017



## **Comitato di Redazione**

*Maurizio Mazziero è un analista finanziario, Socio Professional SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto di materie prime è responsabile del Comitato di Consulenza di ABS Consulting. Fondatore della Mazziero Research si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione; affianca le aziende nell'attuazione di strategie di copertura dal rischio prezzi. Autore di numerosi libri fra cui la "Guida all'analisi tecnica", il "Manuale dell'investitore consapevole" e il nuovissimo "Investire in materie prime", viene spesso invitato come esperto di mercati ed economia in convegni, seminari, convention aziendali e 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 settembre 2017*

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

<i>Italia 1 trim 2017: Pil, debito &amp; Co.</i>	25 maggio 2017
<i>Italia: economia a fine 2016</i>	20 febbraio 2017
<i>Italia 3 trim 2016: Pil, debito &amp; Co.</i>	17 novembre 2016
<i>Italia: economia a metà 2016</i>	19 settembre 2016
<i>Italia 1 trim 2016: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 maggio 2016
<i>Italia: economia a fine 2015</i>	17 febbraio 2016
<i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 novembre 2015
<i>Italia: economia a metà 2015</i>	16 settembre 2015
<i>Italia 1 trim 2015: Pil, debito &amp; Co.</i>	18 maggio 2015
<i>Italia: economia a fine 2014</i>	16 febbraio 2015
<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito &amp; Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito &amp; Co.</i>	19 maggio 2014
<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 maggio 2013
<i>Italia: economia a fine 2012</i>	18 febbraio 2013
<i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>	20 novembre 2012
<i>Italia: economia a metà 2012</i>	10 settembre 2012
<i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>	11 giugno 2012
<i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>	18 febbraio 2012
<i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito &amp; Co.</i>	13 dicembre 2011
<i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i>	16 agosto 2011
<i>Italia 1q2011: Pil, debito &amp; Co.</i>	17 maggio 2011
<i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>	29 marzo 2011

# QUADERNO DI RICERCA

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

Anno VII, Numero 3; ISSN 2283-7035

## Italia economia a metà 2017

**MAZZIERO RESEARCH**

Copyright ©2017