

Quaderno di Ricerca

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co.

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2014 – Tutti i diritti riservati

Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 5
I contributi per la stabilità	Pag. 14
Le entrate e le uscite	Pag. 15
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 16
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 22
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 23
L'inflazione	Pag. 26
La disoccupazione	Pag. 29
Approfondimenti	Pag. 32
<i>Il punto di Leonardo Baggiani</i>	Pag. 32
<i>Il focus di Silvano Fait</i>	Pag. 36
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 39
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 44
Conclusioni	Pag. 52
Bibliografia	Pag. 53

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

Estratto:

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

Abstract:

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

Autori

Per l'Osservatorio:	Maurizio Mazziero
Per gli Approfondimenti:	Leonardo Baggiani
	Silvano Fait
	Andrew Lawford
	Gabriele Serafini

Introduzione

Siamo al XVI numero dell'Osservatorio, un appuntamento trimestrale a cui numerosi lettori sono ormai abituati.

Con questo numero si completano quattro anni di attività e dal prossimo numero entreremo nel quinto; sono stati quattro anni di maturazione professionale che ci hanno permesso di esaminare in dettaglio i bilanci statali e riuscire con una buona approssimazione a individuare la traiettoria dei conti pubblici, senza farci eccessivamente condizionare dalle previsioni, spesso fuorvianti, dei documenti di programmazione economica.

Ciò che effettivamente è mancato a questo Osservatorio è stata la possibilità di documentare un'uscita stabile dalla crisi e una ripresa economica; il primo numero di questo studio fu pubblicato il 29 marzo del 2011, da luglio 2011 il nostro Paese entrò in recessione e vi rimane tuttora dopo 13 trimestri contrassegnati da un profondo peggioramento delle condizioni delle famiglie e dall'imperterrita voracità fiscale dello Stato.

I responsabili di questo disastro, che avrà pure origini internazionali ma che ha trovato terreno fertile nel nostro Paese, li conosciamo, hanno nomi e cognomi; ci hanno annunciato quando e con quali misure ne saremmo usciti. Previsioni disattese, tempi rimandati, valzer di poltrone, riforme annunciate e mai attuate.

Il nostro Osservatorio intende continuare ad essere una sentinella vigile; se lo ritenete utile parlatene con i vostri amici e conoscenti affinché resti uno strumento di consultazione per evitare di essere presi in giro.

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

Maurizio Mazziero

I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Belgio	AA	Stabile	AA	Stabile	Aa3	Stabile	A+	Negativo
Cipro	B-	Stabile	B-	Stabile	Caa3	Positivo	NA	NA
Croazia	BB+	Negativo	BB+	Stabile	Ba1	Negativo	BB+	Negativo
Danimarca	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Estonia	AA-	Negativo	A+	Stabile	A1	Stabile	A	Stabile
Finlandia	AA+	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Negativo
Francia	AA	Negativo	AA+	Negativo	Aa1	Negativo	A+	Negativo
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Grecia	B	Stabile	B	Stabile	Caa1	Stabile	CC	Stabile
Irlanda	A-	Positivo	BBB+	Stabile	Baa1	Stabile	BBB	Negativo
Italia	BBB	Negativo	BBB+	Stabile	Baa2	Stabile	BBB-	Negativo
Lettonia	BBB+	Positivo	BBB+	Stabile	Baa1	Stabile	BBB-	Stabile
Lussemburgo	AAA	Negativo	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Malta	A-	Negativo	A+	Stabile	A3	Negativo	A-	Negativo
Norvegia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Olanda	AA+	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Negativo
Portogallo	BB	Stabile	BB+	Positivo	Ba1	Stabile	BB	Negativo
Regno Unito	AAA	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Negativo	A+	Negativo
Slovacchia	A	Stabile	A	Stabile	A2	Stabile	NA	NA
Slovenia	A+	Negativo	BBB+	Negativo	Ba1	Stabile	NA	NA
Spagna	BBB	Stabile	BBB+	Stabile	Baa2	Positivo	BBB+	Stabile
Stati Uniti	AA+	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	A-	Negativo
Svezia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile

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

I fatti

- 11 luglio 2014, Fitch migliora l'outlook dell'Olanda da negativo a stabile.
- 18 luglio 2014, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 25 luglio 2014, Moody's promuove il Portogallo a Ba1, outlook stabile.
- 1 agosto 2014, Moody's promuove la Grecia a Caa1, outlook stabile.
- 12 settembre 2014, S&P promuove la Grecia a B, con outlook stabile.
- 17 settembre 2014, Moody's conferma gli Stati Uniti ad Aaa, outlook stabile.
- 19 settembre 2014, Moody's conferma la Francia ad Aa1, outlook negativo.
- 10 ottobre 2014, DBRS conferma l'Italia ad A (Low), outlook negativo.
- 10 ottobre 2014, S&P rivede l'outlook della Francia da stabile a negativo.
- 10 ottobre 2014, S&P declassa la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 10 ottobre 2014, Fitch conferma il Portogallo a BB+, con outlook positivo.
- 14 ottobre 2014, Moody's conferma l'Italia ad Baa2, outlook stabile.
- 14 ottobre 2014, Fitch rivede l'outlook della Francia da stabile a negativo.
- 24 ottobre 2014, Fitch conferma l'Italia a BBB+, con outlook stabile.
- 24 ottobre 2014, Fitch conferma la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 14 novembre 2014, S&P conferma la Spagna a BBB, con outlook stabile.

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

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

Il commento

Si conferma la tendenza, già evidenziata negli scorsi Osservatori, di stabilizzazione dei giudizi di credito europei in particolar modo nei confronti dei paesi periferici dell'Eurozona.

Unica nota stonata la Francia che subisce una revisione dell'outlook da stabile a negativo da parte di Fitch e Standard & Poor's.

Per quanto riguarda l'Italia vengono confermate le valutazioni passate con un outlook positivo per Moody's e Fitch e negativo per Standard & Poor's e Dagong.

L'agenzia Moody's in una nota ha così commentato la condizione italiana: L'accelerazione verso le riforme, i bassi costi di finanziamento e l'avanzo primario mitigano l'impatto sul merito di credito dell'Italia del ritorno dell'economia in recessione e giustificano l'outlook stabile sul rating Baa2.

Per quest'anno si prevede un calo del PIL pari allo 0,3% e per il prossimo una crescita marginale dello 0,5%. Il Jobs Act, pur non introducendo al momento la contrattazione salariale decentrata, contribuisce a sostenere il rating al livello Baa2 ma in sé non spinge al rialzo l'outlook.

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2013		2014	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.023.801	34.217	2.089.806	20.441
Febbraio	2.018.242	-5.559	2.107.270	17.464
Marzo	2.036.077	17.835	2.120.143	12.873
Aprile	2.042.868	6.791	2.146.374	26.231
Maggio	2.076.019	33.151	2.166.341	19.967
Giugno	2.076.519	500	2.168.425	2.084
Luglio	2.073.767	-2.752	2.168.600	175
Agosto	2.061.240	-12.527	2.148.395	-20.205
Settembre	2.068.706	7.466	2.134.017	-14.378
Ottobre	2.085.783	17.077		
Novembre	2.104.540	18.757		
Dicembre	2.069.365	-35.175		
Incremento		79.781		64.652

*Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2013 a settembre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Debito a settembre 2014: 2.134 miliardi.
- L'incremento del debito da inizio 2014 è di 65 miliardi, nel medesimo periodo del 2013 era stato di 79 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente al 31 maggio 2014, è di 35.108 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 834 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 64,1%, quasi il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 32,4%.

Il commento

Se non avessimo seguito da vicino la dinamica del debito pubblico in questi anni, i dati del terzo trimestre ci avrebbero convinti di un'inversione di tendenza nelle finanze pubbliche grazie al calo di 34,4 miliardi rispetto al trimestre precedente.

Anche il dato dei primi nove mesi si presenta positivo con un debito accumulato di 65 miliardi, cifra di tutto rispetto, ma di 14 miliardi inferiore rispetto al debito accumulato nel medesimo periodo dell'anno scorso.

Scende anche la quota di debito pro-capite a 35.108 euro, oltre 500 euro in meno a testa rispetto a soli due mesi fa.

Peccato che si tratti di un sogno non destinato a durare: le nostre stime indicano un pesante aumento del debito già a partire dal mese prossimo (rilevazione di ottobre) quando il debito pubblico salirà di circa 27 miliardi a 2.161 miliardi, appena 7 miliardi al di sotto del record storico.

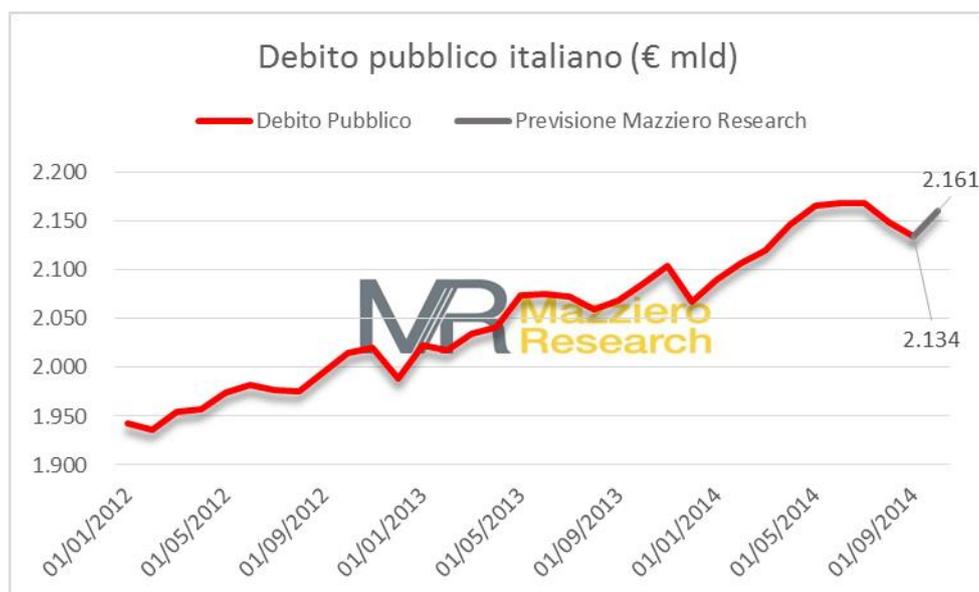


Figura 1: Andamento debito pubblico dal 2012 e stima valore ottobre 2014 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

La **Figura 1** riporta il grafico dell'andamento del debito pubblico dal 2012 ad oggi, in grigio la stima per il mese di agosto, mentre il **Riquadro 1** riporta la proiezione del debito pubblico ad agosto.

Riquadro 1

Stime debito pubblico per il mese di ottobre

I modelli previsionali della Mazziere Research stimano un debito pubblico per il mese di ottobre 2014 compreso in una forchetta tra 2.160 e 2.162 miliardi, con un minor grado di confidenza è possibile attendersi un debito intorno a 2.161 miliardi.

Sono note a tutti ormai le vicissitudini della nostra Legge di Stabilità 2015, annunciata con tanto di slide, presunti tagli di tassazione, bonus fiscali, che tanto fiscali, non sono e altri effetti speciali; abbiamo poi seguito come questa sia stata modificata in corso d'opera per intervento della Commissione Europea.

Il risultato finale è un testo che nella realtà lascia intravedere uno scenario un po' diverso:

- Riduzione Irap solo dal prossimo anno, la riduzione del 2014 finanziata con una maggiore tassazione delle rendite finanziarie è stata retroattivamente cancellata, ma le tasse sui risparmi sono rimaste.
- Il bonus degli 80 euro continua ad essere riconosciuto solo a particolari categorie di cittadini, dipendenti, non pensionati e con redditi compresi tra 8.100 e 24.000 e in misura minore fino a 26.000; tutti gli altri esclusi indipendentemente dall'occupazione e dalla fascia sociale.
- Possibilità di richiedere il TFR in busta paga, ma con scelta vincolante sino al 30 giugno del 2018 e tassazione ordinaria, come un normale elemento della retribuzione; nel caso il lavoratore opti per conservare in azienda o nei fondi pensione il suo TFR ecco servita una maggiore tassazione, che passa dall'11 al 20%

motivata come adeguamento alla tassazione delle rendite finanziarie con una vergognosa commistione, fra ciò che è rendita finanziaria e ciò che è accantonamento previdenziale. Si veda su questo argomento anche l'articolo [TFR in busta paga: un aiuto che le famiglie pagano caro](#) sul sito *Capire davvero la crisi*.

- Come vengono finanziati gli interventi? Con aumento della spesa, poca *spending review* (il Commissario Cottarelli è stato rispedito al Fondo Monetario Internazionale), tagli a ministeri ed enti locali, lotta all'evasione e qualora i risultati non fossero raggiunti c'è sempre la **clausola di salvaguardia** con aumenti delle accise e aumenti Iva dal 22 al 24% nel 2016, 25% nel 2017 e 25,5% nel 2018. Si vedano anche le considerazioni finali del **Riquadro 3**.

Ormai la clausola di salvaguardia è diventata il paracadute di ogni Governo, si annunciano le meravigliose riforme, poi sia che le si attuino senza ottenere i risultati, sia che non le si attuino affatto alla fine si riaggiusta il tutto con le accise e il gettito Iva; ovviamente nessuno è mai chiamato a rendere conto dei propri errori di programmazione.

Riquadro 2

*Corte dei Conti, Audizione sulla Legge di Stabilità per l'anno 2015, 3 novembre 2014
Estratto (le evidenze nel testo sono state aggiunte dal redattore)*

Quanto ai rischi e alle incertezze che la legge di stabilità 2015 evidenzia sul versante delle entrate, appare opportuno sottolineare:

- ***l'acuirsi delle incertezze sul gettito futuro, per effetto del crescente ricorso a clausole di salvaguardia che si connotano sempre più come soluzioni che rispecchiano difficoltà e ritardi nell'effettiva realizzazione della revisione della spesa pubblica. Da un lato, dunque, risultano dilatate le responsabilità addossate al sistema del prelievo, dall'altro si riducono gli spazi della politica fiscale.*** Una tendenza, questa, che risulta accentuata dal parallelo fenomeno che vede un "crescendo" nella prenotazione di gettito futuro a copertura di già varati provvedimenti di politica economica: basti in proposito richiamare la situazione determinatasi sul fronte delle accise, con aumenti di prelievo per complessivi 2,2 miliardi già prenotati fino al 2021 per coprire esigenze di bilancio manifestatesi fin da otto anni prima;
- ***le incertezze e i rischi insiti nel ritorno ad un utilizzo improprio dei proventi (per loro natura incerti) della lotta all'evasione, per coprire spese o sgravi fiscali certi;***
- ***il rischio che regioni ed enti locali siano indotti a compensare l'ulteriore riduzione dei trasferimenti recata dalla legge di stabilità con un aumento dell'imposizione decentrata.*** Si consideri in proposito che nel corso dell'ultimo decennio le addizionali Irpef sono aumentate in misura significativa, sia quanto a gettito complessivo (quasi raddoppiato, fino ai 15 miliardi del 2013), sia quanto ad aliquote (l'incidenza effettiva sul reddito medio dichiarato è passata dall'1,4 per cento all'1,7 per cento, con punte del 2,6 per cento nelle regioni sottoposte a piano di rientro). E la crescita potrebbe subire un'accelerazione nel 2015, allorché sarà possibile completare il percorso di aumento dell'addizionale regionale (d.lgs. 68/2011) aumentando l'aliquota di un punto.

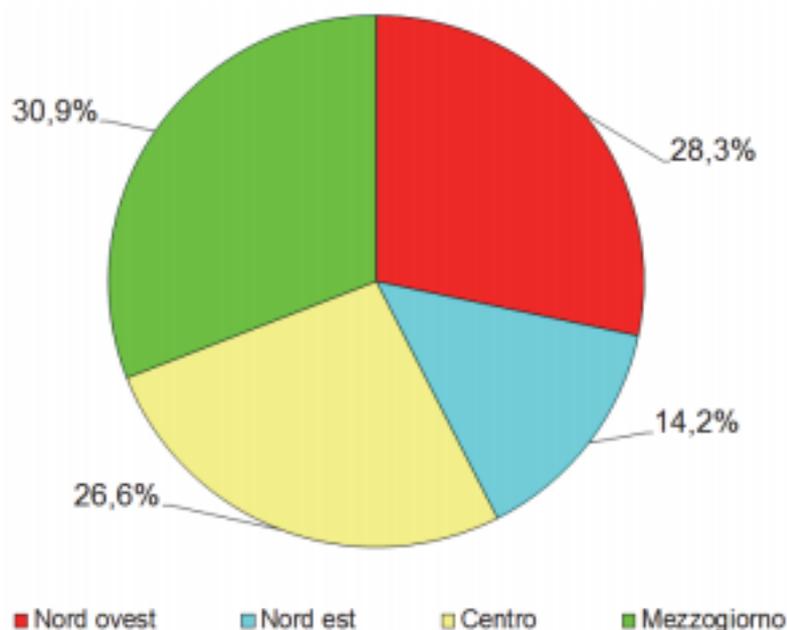
(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflaz. IPCA
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,30%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,60%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,80%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,30%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	2,20%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,20%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	2,00%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,50%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,80%
Anno 2010	1.851.217	89.988	5,11%	1,60%
Anno 2011	1.906.737	55.520	3,00%	2,90%
Anno 2012	1.989.584	82.847	4,34%	3,30%
Anno 2013	2.069.365	79.781	4,01%	1,30%
1 Trim. 2014	2.119.927	50.562	2,44%	
2 Trim. 2014	2.168.425	48.498	2,29%	
3 Trim. 2014	2.134.017	34.408	-1,59%	
Incremento		833.676	64,11%	32,40%

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a settembre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

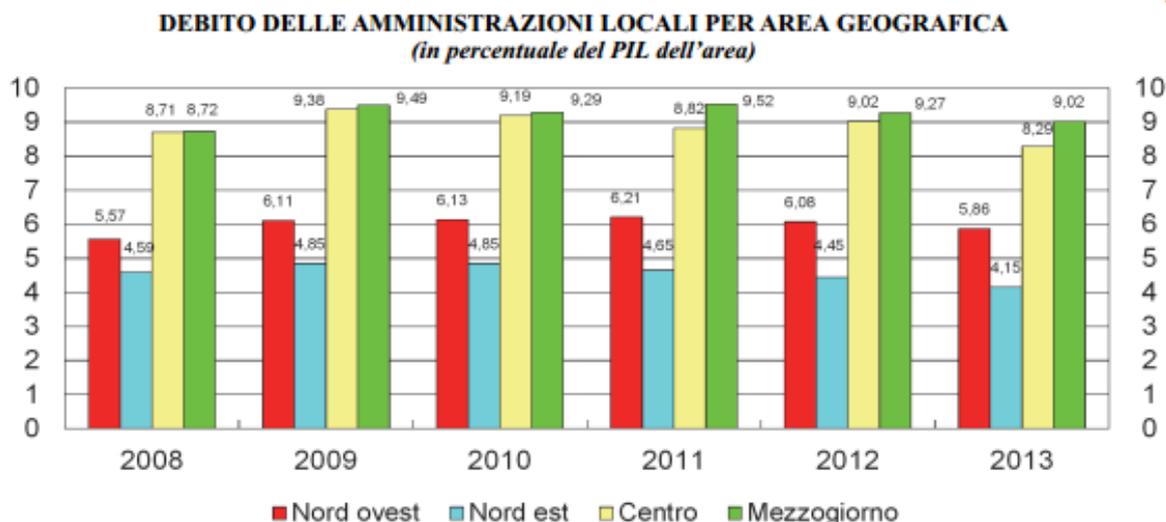
Un aspetto particolare del debito è anche quello riguardante le amministrazioni locali che si è sempre mantenuto a un livello elevato, in particolare nel centro e nel mezzogiorno, si veda la **Figura 2**.

DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI NEL 2013

A) RIPARTIZIONE PER AREA GEOGRAFICA



*Figura 2: Ripartizione geografica del debito delle amministrazioni locali
(Fonte: Banca d'Italia)*



*Figura 3: Andamento debito delle amministrazioni locali per area geografica
(Fonte: Banca d'Italia)*

Al tempo stesso è interessante anche l'evoluzione del debito nel corso del tempo, si veda la **Figura 3**, con una tendenza all'aumento sino al 2011 e solo timidi progressi nel 2012 e 2013. In pratica le amministrazioni locali si sono generalmente mostrate poco sensibili alla riduzione del debito e quando sono giunti i tagli ai trasferimenti da parte dell'amministrazione centrale hanno sempre reagito paventando da un lato il taglio ai servizi su cui ricade la sensibilità dei cittadini, come la sanità, e dall'altro aumentando i tributi locali.

Nel **Riquadro 3** è possibile riscontrare che a fronte di tagli dei trasferimenti, dal 2010 al 2013 di 30,3 miliardi, gli enti hanno ridotto la spesa primaria di 16,3 e nel contempo hanno aumentato le entrate per oltre 14 miliardi (tributi locali).

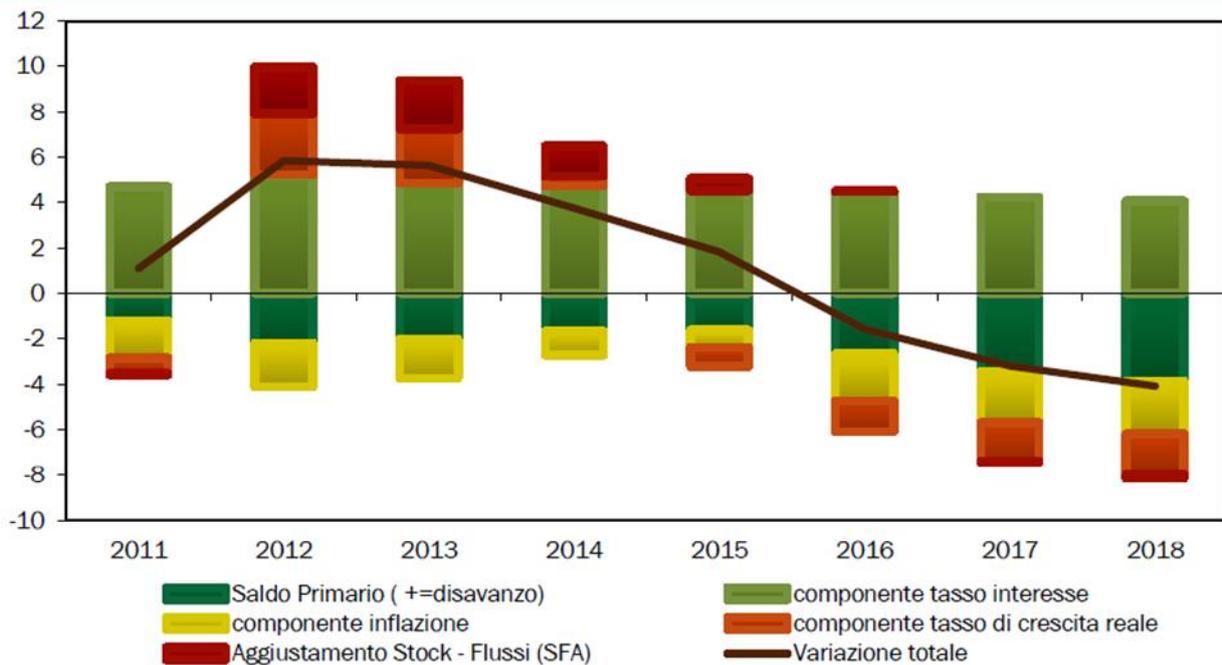
La convinzione indotta nei cittadini è che la spesa degli enti locali sia incomprimibile, sia efficiente e che gli sprechi risiedano perlopiù nella capitale e nelle amministrazioni centrali; ma un'analisi accurata dimostra il contrario dato che proprio nei meandri delle quasi 8.000 partecipate (tema su cui il Commissario Cottarelli ha svolto un lavoro di indagine) si annida un groviglio di sprechi, privilegi e poltrone. Si segnala a tal proposito un altro articolo del sito *Capire davvero la crisi* dal titolo [Regioni: dimagrire si può](#).

La **Figura 4** invece riporta un interessante grafico del MEF che riporta l'incidenza delle variabili di bilancio sull'entità del debito pubblico nel corso del periodo 2011-2018; è interessante notare come la componente di interessi sia di gran lunga quella preponderante e ineliminabile, infatti è una parte presente durante in tutto il periodo senza variazioni particolari.

Questo grafico rende evidente l'ipoteca costituita dall'alto indebitamento: siamo costretti a destinare ingenti risorse ogni anno (quasi il 5% del PIL) per finanziare i debiti che sono stati fatti in epoche passate, restringendo ogni margine di manovra per destinare somme a investimenti in infrastrutture e a riduzione della pressione fiscale.

A completamento di questa sezione sul debito pubblico abbiamo ritenuto di riportare nei **Riquadri 2, 3 e 4** alcuni estratti delle audizioni a Camere riunite svolte dai responsabili della Corte dei Conti e della Banca d'Italia sulla Legge di Stabilità 2015 e sul Piano Triennale 2015-2017; alcuni passaggi di particolare interesse sono stati evidenziati a nostra cura.

FIGURA IV.1: DETERMINANTI DEL DEBITO PUBBLICO (IN PERCENTUALE DEL PIL)



Fonte: Elaborazioni MEF

Figura 4: Determinanti del debito pubblico in percentuali del Pil
(Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze)

Riquadro 3

Luigi Federico Signorini, Audizione preliminare all'esame dei documenti di bilancio per il triennio 2015-2017, 3 novembre 2014

Estratto (le evidenze nel testo sono state aggiunte dal redattore)

Lo scorso 27 ottobre il Governo ha risposto ai rilievi sollevati dalla Commissione europea il 22 ottobre, impegnandosi a migliorare il saldo programmato nel 2015 per complessivi 4,5 miliardi. Gli interventi includono: la **rinuncia a stanziare risorse nel fondo per la riduzione della pressione fiscale (3,3 miliardi)** e a escludere dal saldo rilevante ai fini del Patto di stabilità interno per 0,5 miliardi il cofinanziamento nazionale dei fondi strutturali europei; l'estensione del reverse charge alla grande distribuzione (0,7 miliardi).

In estrema sintesi, la manovra si caratterizza per una significativa riduzione del cuneo sul lavoro (13,9 miliardi, di cui 2,7 già reperiti con il decreto dello scorso aprile) ed è **finanziata soprattutto con un aumento dell'indebitamento netto**, con misure di contrasto all'evasione e con riduzioni nette di spesa (escludendo da quest'ultima il credito d'imposta per redditi medio bassi).

L'impatto della manovra sul prodotto dipenderà tra l'altro dalle modalità con cui verranno effettuati i risparmi di spesa. Sarà cruciale l'effetto sulla fiducia di famiglie e imprese, che può essere rilevante se le misure adottate saranno percepite come un orientamento duraturo di politica economica.

Segue alla pagina successiva

Continua dalla pagina precedente

Gli interventi di riduzione del cuneo fiscale sul lavoro

Il disegno di legge del Governo prevede diversi interventi volti a ridurre il cuneo fiscale sul lavoro. Viene reso permanente il credito d'imposta per i lavoratori dipendenti con redditi medio bassi; il costo del lavoro per gli occupati a tempo indeterminato viene escluso stabilmente e in modo generalizzato dalla base imponibile dell'IRAP; per i lavoratori assunti nel 2015 con contratto a tempo indeterminato, il datore di lavoro sarà inoltre esonerato per tre anni dal versamento dei contributi previdenziali. Secondo le valutazioni ufficiali, complessivamente queste misure comporterebbero maggiori oneri per circa 11,2 miliardi nel 2015, 12,7 nel 2016 e 12,5 nel 2017.

Nel disegno di legge presentato dal Governo, il bonus viene erogato nell'importo massimo di 960 euro annui a tutti i **contribuenti con redditi da lavoro dipendente e assimilati** a condizione che la loro imposta lorda sia superiore alla detrazione da lavoro e che il loro reddito complessivo non superi 24.000 euro annui. L'importo del beneficio si riduce linearmente per i contribuenti con redditi compresi tra questa soglia e 26.000 euro. Restano dunque esclusi dal godimento del bonus sia i lavoratori con redditi superiori a questa cifra sia quelli con redditi inferiori a circa 8.100 euro annui. L'entità del beneficio è rapportata al periodo di lavoro annuo ed è indipendente dalla struttura familiare del contribuente.

L'IRAP. – Il costo del lavoro per gli occupati a tempo indeterminato viene escluso dalla base imponibile dell'IRAP a partire dal 2015. La misura va nella direzione di semplificare la struttura dell'imposta assorbendo di fatto alcune forme parziali di deduzione previste dalla normativa vigente; **vengono contestualmente abrogate le disposizioni di riduzione delle aliquote della scorsa primavera.**

È ragionevole supporre che chiederanno la liquidazione del TFR maturando e lo destineranno a finanziare maggiori consumi soprattutto lavoratori soggetti a vincoli di liquidità e quelli a più basso reddito. Questi ultimi avranno maggiori incentivi a esercitare tale scelta anche in ragione del contenuto livello dell'aliquota marginale dell'Irpef cui sono soggetti, che rende meno costosa la liquidazione immediata del TFR.

Va sottolineato che lo smobilizzo del TFR maturando inciderebbe negativamente sulla capacità della previdenza complementare (o del TFR, se percepito alla fine della carriera) di integrare il sistema pensionistico pubblico, che in prospettiva presenta bassi tassi di sostituzione, soprattutto per i giovani, mediamente più soggetti a vincoli di liquidità. **L'adesione dei lavoratori a basso reddito all'iniziativa aggrava il rischio che questi abbiano in futuro pensioni non adeguate. È dunque cruciale che la temporaneità del provvedimento, motivato dalla fase congiunturale eccezionalmente avversa, venga mantenuta.**

Segue alla pagina successiva

Continua dalla pagina precedente

I principali interventi di riduzione delle spese. – Sono programmate riduzioni della spesa per 10,9 miliardi nel 2015 (12,1 nel 2016 e 13,3 nel 2017); esse riguardano prevalentemente le Amministrazioni locali e i Ministeri. In larga misura si demanda alle singole amministrazioni l'individuazione delle aree di spesa sulle quali intervenire. In alcuni casi il disegno di legge interviene con tagli mirati a specifici settori o esborsi, individuati anche sulla base delle analisi condotte nell'ambito della *spending review*.

La riduzione delle risorse disponibili agli enti interessa per circa due terzi le Regioni (4 miliardi in ciascun anno del triennio), in linea con l'incidenza della spesa totale di tale comparto sul complesso degli enti territoriali.

Per le Province e le Città metropolitane sono previsti risparmi di spesa pari a un miliardo nel 2015 (2 e 3 miliardi rispettivamente nel 2016 e 2017).

Tuttavia, l'evidenza degli ultimi anni mostra che a fronte di una riduzione dei trasferimenti dallo Stato gli enti decentrati hanno reagito anche aumentando significativamente le entrate e, nell'ambito delle spese, riducendo soprattutto quelle in conto capitale.

Tra il 2010 e il 2013 i trasferimenti pubblici alle Amministrazioni locali si sono ridotti di 30,3 miliardi. A fronte di tale calo, gli enti hanno ridotto la spesa primaria di 16,3 miliardi (-10,7 miliardi quella in conto capitale) e hanno aumentato le entrate per oltre 14 miliardi.

Le clausole di salvaguardia. – Il disegno di legge di stabilità dispone, per realizzare gli obiettivi di bilancio a partire dal 2016, un ***forte inasprimento dell'IVA: dal 1° gennaio del 2016 le aliquote del 10 e del 22 per cento passerebbero, rispettivamente, al 12 e al 24 per cento; dall'anno successivo salirebbero al 13 e al 25 per cento; infine, a decorrere dal 2018, la più elevata crescerebbe al 25,5 per cento.*** Gli aumenti delle aliquote non sarebbero applicati, o sarebbero applicati solo in parte, se fossero adottati provvedimenti alternativi di incremento delle entrate o di razionalizzazione della spesa. Secondo le valutazioni ufficiali, tali misure produrrebbero un gettito pari a 12,1, 18,5 e 20,5 miliardi rispettivamente nel 2016, 2017 e 2018, tenendo conto delle modifiche al disegno di legge iniziale indicate dal Governo.

Il disegno di legge prevede anche, ***a partire dal 2018, un aumento delle accise sui carburanti;*** la misura sarebbe attivata con provvedimento dell'Agenzia delle dogane e dei monopoli, tale da determinare maggiori entrate per almeno 0,7 miliardi l'anno.

Il provvedimento, inoltre, riduce gli importi attesi dall'applicazione della clausola di salvaguardia introdotta dalla legge di stabilità per il 2014; in particolare, gli inasprimenti delle entrate previsti per il triennio 2015-17 sono ridotti di 3 miliardi l'anno.

La legge 27 dicembre 2013, n. 147 prevedeva aggravii d'imposta (variazioni di aliquota e/o riduzione dei regimi agevolativi) per 3, 7 e 10 miliardi rispettivamente in ciascun anno del triennio 2015-17. La precisazione delle misure da adottare è demandata a un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri; il disegno di legge di stabilità per il 2015 differisce di un anno (al 15 gennaio del 2016) il termine per l'adozione del decreto attuativo.

Complessivamente, gli aggravii d'imposta connessi con l'applicazione delle suddette clausole di salvaguardia opererebbero a partire dal 2016 e sarebbero pari a 16,1 miliardi nel primo anno, 25,5 nel 2017 e 27,5 nel 2018.

Segue alla pagina successiva

Riquadro 3 quater

Continua dalla pagina precedente

L'utilizzo di clausole di salvaguardia rafforza la credibilità dell'impegno del nostro Paese a proseguire nel processo di consolidamento delle finanze pubbliche, soprattutto quando ***l'applicazione della clausola è automatica, come avviene per gli inasprimenti dell'IVA indicati nell'attuale disegno di legge di stabilità. In questo caso, tuttavia, l'aumento previsto delle aliquote le porterebbe su livelli molto elevati.*** Per evitarlo, e anche per dare maggiore certezza alla politica di bilancio, è quindi opportuno definire quanto prima provvedimenti riguardanti la razionalizzazione della spesa e dei regimi agevolativi.

Riquadro 4

Luigi Federico Signorini, Audizione preliminare all'esame del Nota di Aggiornamento al Documento di economia e finanza 2014, 13 ottobre 2014

Estratto (le evidenze nel testo sono state aggiunte dal redattore)

Il rallentamento nel processo di riequilibrio può aiutare a evitare una spirale recessiva della domanda, ma porta nell'immediato a un maggiore accumulo di debito pubblico; si giustifica se i margini di manovra che consente sono utilizzati efficacemente per rilanciare la crescita e per innalzare il potenziale di sviluppo dell'economia nel medio-lungo termine.

Per rafforzare la fiducia degli investitori e indirizzare stabilmente in senso favorevole le aspettative di famiglie e imprese è necessario riqualificare e tendenzialmente ridurre la spesa pubblica e la tassazione, procedere speditamente alla realizzazione degli interventi strutturali, rendendo chiaramente percepibile il disegno complessivo dell'azione di riforma.

Su questo quadro gravano tuttavia soprattutto rischi al ribasso. Il riavvio della ripresa presuppone un punto di svolta imminente nell'attività di investimento, il cui verificarsi appare soggetto a crescente incertezza alla luce della persistente debolezza degli indicatori di fiducia delle imprese. **L'eventualità di sviluppi internazionali meno favorevoli, una prosecuzione del peggioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese e le condizioni ancora deboli dei mercati immobiliare e del lavoro potrebbero comportare una ripresa dell'attività economica più graduale di quanto prefigurato nella Nota.**

Nell'analisi della Nota di aggiornamento, la crescita trarrebbe sostegno da un profilo dei tassi di interesse sui titoli di Stato coerente con una riduzione a 100 punti base a partire dal 2016 dei differenziali di rendimento sulla scadenza decennale rispetto alla Germania e, con riferimento allo scenario programmatico, dal graduale manifestarsi degli effetti delle riforme strutturali già introdotte o in via di definizione.

La discesa del differenziale di rendimento dei titoli di Stato decennali rispetto agli analoghi titoli tedeschi non trova al momento riscontro nelle aspettative implicite desumibili dagli andamenti di mercato, secondo le quali il differenziale risalirebbe lievemente nel 2015, intorno a 170 punti base, per poi stabilizzarsi nell'anno successivo.

L'evoluzione futura dei rendimenti, legata all'andamento dei mercati finanziari e dell'economia globale, presenta ampi margini d'incertezza; essa dipenderà anche dalla credibilità dell'azione di risanamento e di riforma.

I contributi per la stabilità

Nella **Tabella 5** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia; rispetto al secondo trimestre del 2014 le somme sono aumentate di circa 400 milioni di euro.

(Milioni di Euro)	Prestiti bilaterali	Contributi EFSF	Contributi ESM	Totale
Anno 2010	3.909			3.909
Anno 2011	8.498	3.110		11.608
Anno 2012	10.007	26.925	5.732	42.664
Anno 2013	10.008	34.148	11.465	55.621
1 Trim. 2014	10.008	34.148	11.465	55.621
2 Trim. 2014	10.007	35.600	14.331	59.938
3 Trim. 2014	10.008	35.984	14.331	60.323

Tabella 5: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino a settembre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Riquadro 5

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

Contributi EFSF: versamenti al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

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

La **Figura 5** mostra la progressione dei prestiti e dei contributi versati dall'Italia a partire dal 2010; la cifra complessiva ha superato i 60 miliardi di euro.

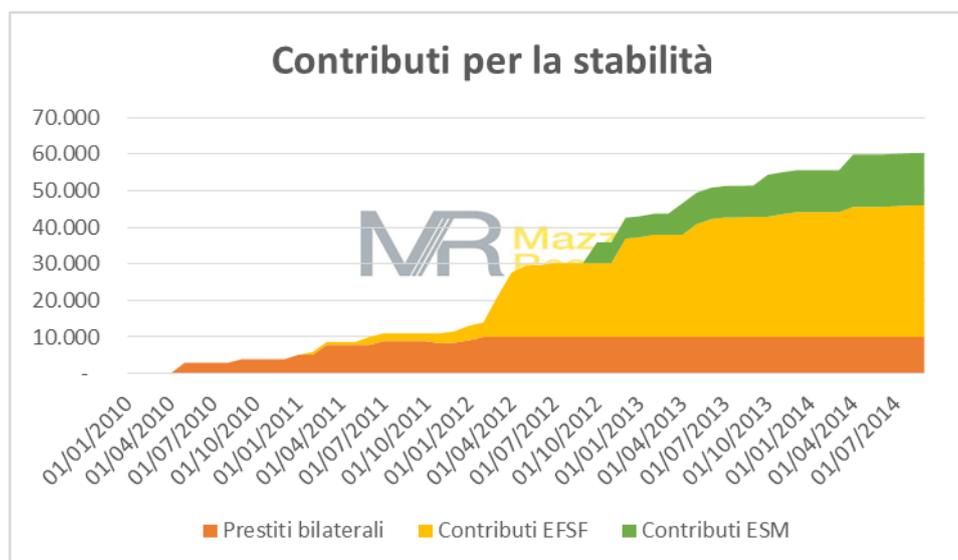


Figura 5: Progressione contributi versati dall'Italia sino a settembre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2013			2014		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	32.034	18.122	13.912	33.350	19.762	13.588
Febbraio	29.140	40.383	-11.243	28.586	47.880	-19.294
Marzo	30.022	46.050	-16.028	32.067	42.728	-10.661
Aprile	32.993	46.978	-13.985	30.448	50.538	-20.090
Maggio	33.436	30.389	3.047	33.403	45.809	-12.406
Giugno	50.759	58.801	-8.042	48.170	33.909	14.261
Luglio	38.415	54.501	-16.086	41.627	57.409	-15.782
Agosto	33.764	28.444	5.320	34.210	27.470	6.740
Settembre	23.503	13.816	9.687	27.487	32.817	-5.330
Ottobre	32.186	64.496	-32.310			
Novembre	33.563	71.064	-37.501			
Dicembre	95.007	75.595	19.412			
Incremento	464.822	548.639	-83.817	309.348	358.322	-48.974

*Tabella 6: Andamento entrate e uscite statali dal 2013 a settembre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Nei primi 9 mesi del 2014 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 49 miliardi.
- Il disavanzo nel 2013 era stato di 83,8 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi del 2014 è stata di 34,4 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi del 2013 è stata di 33,8 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi del 2014 è stata di 39,8 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi del 2013 è stata di 37,5 miliardi.
- Le entrate tributarie nei primi 9 mesi del 2014 presentano un lieve aumento pari allo 0,1% (164 milioni) rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente.

Il commento

La **Tabella 6** riporta l'andamento delle entrate e delle uscite per gli anni 2013 e 2014; si precisa che per entrate si intendono gli incassi, compresi i flussi derivanti dalle entrate tributarie, e per uscite i flussi dei pagamenti effettuati. Trattandosi di flussi e non di somme impegnate il saldo non corrisponde alla variazione del debito della **Tabella 3**; nel conteggio inoltre non vengono comprese le entrate contributive e le prestazioni previdenziali.

Come è possibile riscontrare anche dalla **Tabella 7** lo scostamento medio mensile della media delle entrate nei primi nove mesi del 2013 e 2014 è piuttosto ridotto; resta invece uno scostamento più significativo nelle uscite, ciò significa che stiamo spendendo più dell'anno scorso a fronte di entrate pressoché in linea con quelle del 2013.

Il valore negativo nella terza colonna indica che le uscite nel 2014 sono mediamente aumentate di più di quanto non abbiano fatto le entrate nel medesimo periodo dell'anno scorso.

Entrate	Uscite	Differenza
587	2.315	-1.728

*Tabella 7: Scostamento su media entrate e uscite mensili nei primi 9 mesi 2013 e 2014
(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	70.152	4,60%
Anno 2011	1.586.741	6,99	78.397	4,94%
Anno 2012	1.638.724	6,62	86.474	5,28%
Anno 2013	1.722.670	6,43	82.043	4,76%
1 Trim. 2014	1.768.987	6,32	23.371	NA
2 Trim. 2014	1.817.158	6,33	15.735	NA
3 Trim. 2014	1.788.438	6,39	22.755	NA
Ottobre 2014	1.815.621	6,34	NA	NA

Tabella 8: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a ottobre 2014
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

I fatti

- Circolante titoli di Stato a ottobre 2014 pari a 1.816 miliardi.
- Massimo storico circolante a 1.822 miliardi segnato a luglio 2014.
- Vita media residua a 6,34 anni, poco sopra ai minimi degli ultimi 7 anni.
- Tassi di interesse medi a ottobre: BOT 0,34%, BTP 2,31%, CCT 0,95.

Il commento

Nello scorso Osservatorio avevamo rilevato come una diminuzione del circolante di titoli di Stato non fosse sufficiente per decretare un'inversione di tendenza nel ritmo delle emissioni; questo aspetto si è puntualmente verificato visto che il circolante di titoli di Stato rilevato a ottobre mostra un incremento rispetto al precedente mese di settembre.

Riportiamo quindi per comodità le considerazioni già fatte nel precedente Osservatorio: *Questa dinamica (diminuzione circolante, ndr) è piuttosto ricorrente, dato che nel mese di agosto vengono cancellate alcune emissioni, sfruttando il fatto che probabilmente grazie agli introiti derivanti dal pagamento delle imposte diminuiscono le necessità di cassa statali.*

Allo stesso tempo tale riduzione non deve indurre in facili entusiasmi dato che molto spesso il circolante torna nuovamente ad aumentare il mese successivo o in quello seguente.

Quindi in buona sostanza il circolante dei titoli di Stato è tornato al livello di guardia di 1.815 miliardi, solo 7 in meno del record storico di 1.822 miliardi registrato a luglio.

Tuttavia dobbiamo riconoscere una magistrale opera del Dipartimento del Tesoro nell'intento di mantenere in rotta un circolante di queste dimensioni; da segnalare diverse operazioni di concambio che secondo Maria Cannata, Direttrice del Dipartimento, avrebbero ridotto il debito pubblico di mezzo miliardo e smussato il profilo delle scadenze 2015 e 2017, ciò consentirebbe di contenere le emissioni lorde per il 2014 al di sotto dei 470 miliardi precedentemente preventivati (dichiarazioni a Reuters del 12 settembre e 16 ottobre 2014).

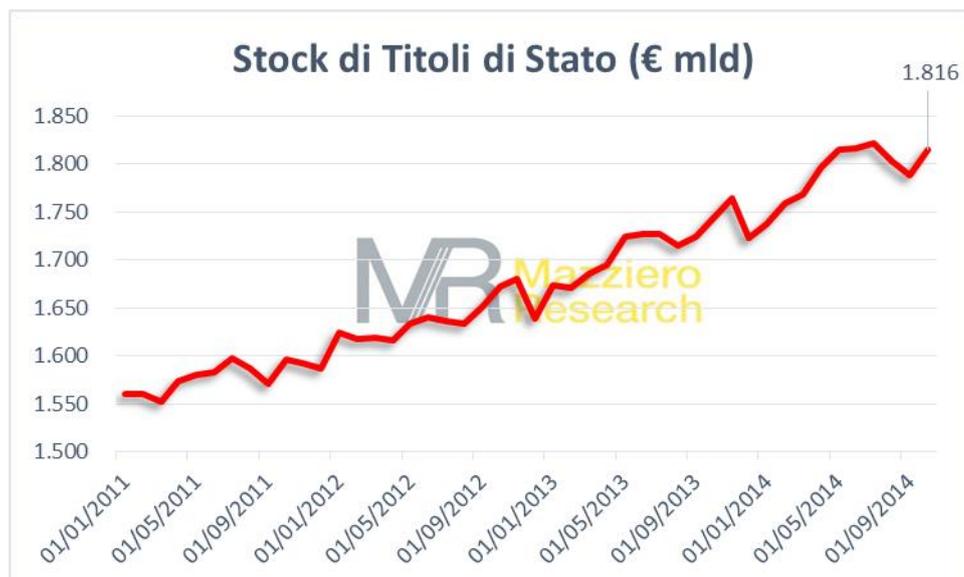


Figura 6: Circolante di Titoli di Stato dal 2011 a ottobre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

Secondo il Fondo Monetario Internazionale nella sua Debt Sustainability Analysis del 18 settembre, la consultazione periodica con l'Italia (Articolo IV), *il debito pubblico italiano è sostenibile ma soggetto a rischi significativi. Il debito pubblico continua a crescere ed ha raggiunto circa il 136% del Pil, il secondo livello più alto in Europa. Le necessità di raccolta di capitali per il finanziamento del debito pubblico sono corpose a causa del rinnovo delle emissioni esistenti, che sono prevalentemente detenute nel mercato interno. I rischi di mercato sono mitigati dalla lunga durata del debito, in gran parte soggetto a un tasso di interesse fisso. Il rischio principale deriva da una mancanza di crescita, in assenza di riforme strutturali, che potrebbe tradursi in una sfavorevole dinamica macro-fiscale. Un ulteriore rischio significativo è rappresentato dalle passività potenziali nel settore finanziario.*

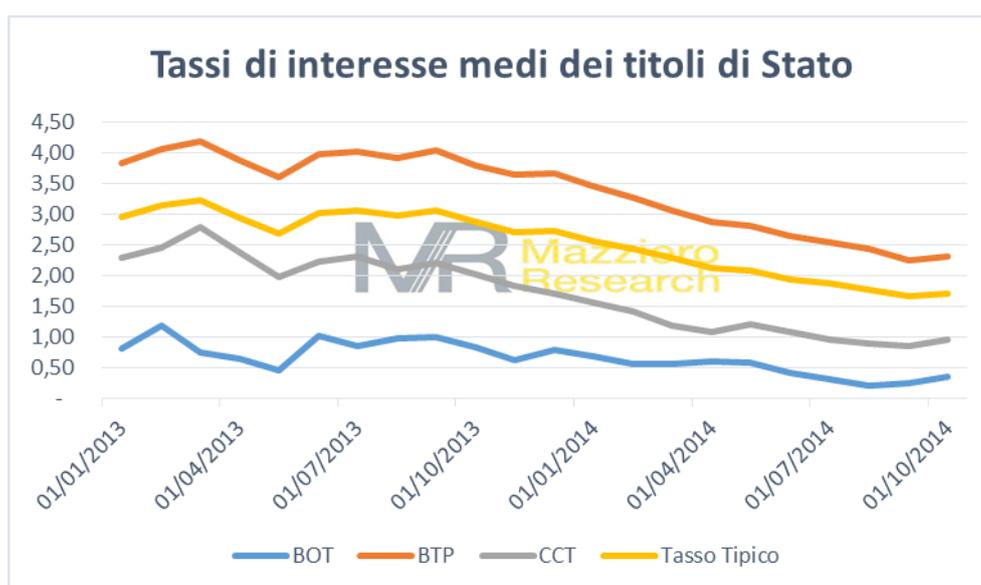


Figura 7: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da gen. 2013 a ottobre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Quanto rende investire in Bot

Riproponiamo questo Riquadro con i dati aggiornati in considerazione dell'interesse riscontrato dai lettori.

Di seguito viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot; secondo i dati di Banca d'Italia il tasso di interesse medio ponderato a ottobre era dello 0,34%, ma occorre anche considerare che:

- Tale rendimento è soggetto a una ritenuta del 12,5%, che erode quindi un 0,0425%.
- Al conto titoli viene applicato un bollo pari allo 0,20% sull'ammontare di ciascun titolo in portafoglio.
- La commissione bancaria per il collocamento costa per i Bot annuali fino allo 0,30%.

Il primo punto in merito all'aspetto fiscale andrebbe meglio precisato in quanto, per i Bot, come espressamente dichiarato dal Dipartimento del Tesoro:

“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.”

Ciò significa che si ha un'ulteriore decurtazione del rendimento a scadenza pari a:

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

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

Sostituendo quindi nella formula r con 0,34% e i con il tasso di inflazione – dovremmo in realtà inserire il tasso di inflazione rilevato alla scadenza del Bot – otterremo un'ulteriore elemento di tassazione; questo valore è attualmente trascurabile, ma potrebbe ampliarsi nel caso di una ripresa dell'inflazione.

Sommando tutte le spese e le tasse otteniamo un valore di 0,5425%, che sottratto al tasso di interesse medio di 0,34% fornisce un rendimento negativo pari allo 0,2025%.

In pratica ogni 1.000 euro di investimento in BOT l'investitore non riceverà alcun rendimento ma dovrà pagare una quota; il rendimento lordo verrà così suddiviso:

- 2,425 euro resteranno allo Stato in tasse e bolli.
- 3,00 euro verranno incassati dalla banca per commissioni.
- 2,025 euro, verranno pagati dall'investitore.

In pratica lo Stato a fronte di un interesse di 3,40 euro, pagherà in realtà 0,975 euro (3,40-2,425) che sommate alle 2,025 euro pagate dall'investitore per aver avuto il “privilegio” di investire in BOT andranno a remunerare la banca per 3 euro.

Se lo Stato dopo l'aumento degli interessi di questo trimestre si troverà a pagare un minuscolo interesse, la banca sarà l'unico soggetto ad uscire vincitore da questa situazione con guadagni netti.



Figura 8: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2010 a ottobre 2014
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Nella **Figura 8** viene mostrata la vita media dei titoli di Stato, il livello è lievemente superiore ai minimi degli ultimi 7 anni.



Figura 9: Titoli di Stato in scadenza sino a settembre 2015
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 9** mostra l'ammontare di titoli di Stato in scadenza sino a settembre 2015, come si può osservare tutti i mesi presentano un programma di rinnovo piuttosto impegnativo con una forte impennata nei mesi di dicembre 2014, febbraio e giugno 2015.

La **Figura 10** invece riporta il piano delle scadenze sino al 2025, l'ammontare in scadenza nel 2016 rispetto al 2015 non deve trarre in inganno; ci troviamo di fronte a una conformazione usuale dato che le scadenze avanti nel tempo non comprendono la somma allocata in Bot, che avendo una vita residua inferiore all'anno vengono costantemente ricollocati.



Figura 10: Titoli di Stato in scadenza sino al 2025
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

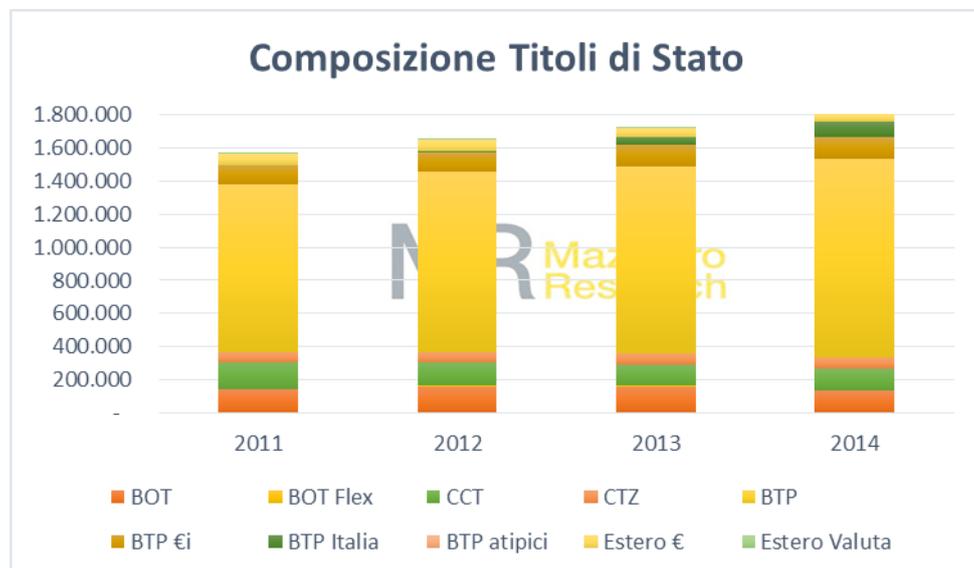


Figura 11: Tipologia dei Titoli di Stato da agosto 2011 a ottobre 2014
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
139.084	-	123.723	76.311	1.174.545
BTP €	BTP Italia	BTP atipici	Estero €	Estero Valuta
146.273	86.985	513	54.054	1.706

Tabella 9: Composizione dei Titoli di Stato a ottobre 2014 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

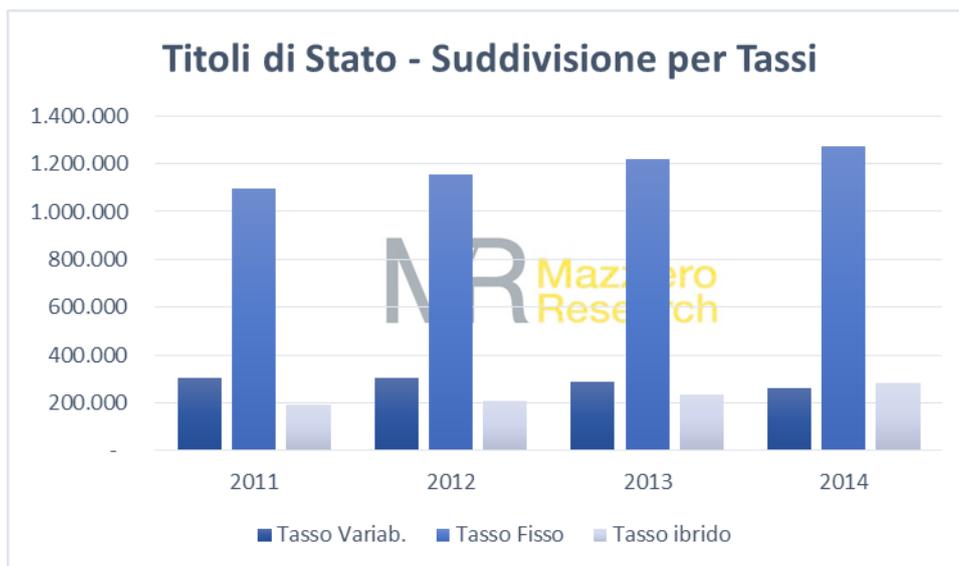


Figura 12: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato da ottobre 2011 a ottobre 2014 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 13** presenta la suddivisione della detenzione di Titoli di Stato per classi di investitori a maggio 2014, mentre la **Figura 14** mostra la variazione nel tempo a partire da dicembre 2010.

Scende leggermente la somma detenuta dalle banche e dai sottoscrittori italiani, mentre la porzione detenuta all'estero mostra un lieve incremento dopo una lunga fase contrazione; occorre specificare, inoltre, che la porzione di titoli di Stato detenuta da risparmiatori italiani mediante Sicav estere è inserita comunque nella categoria estero.

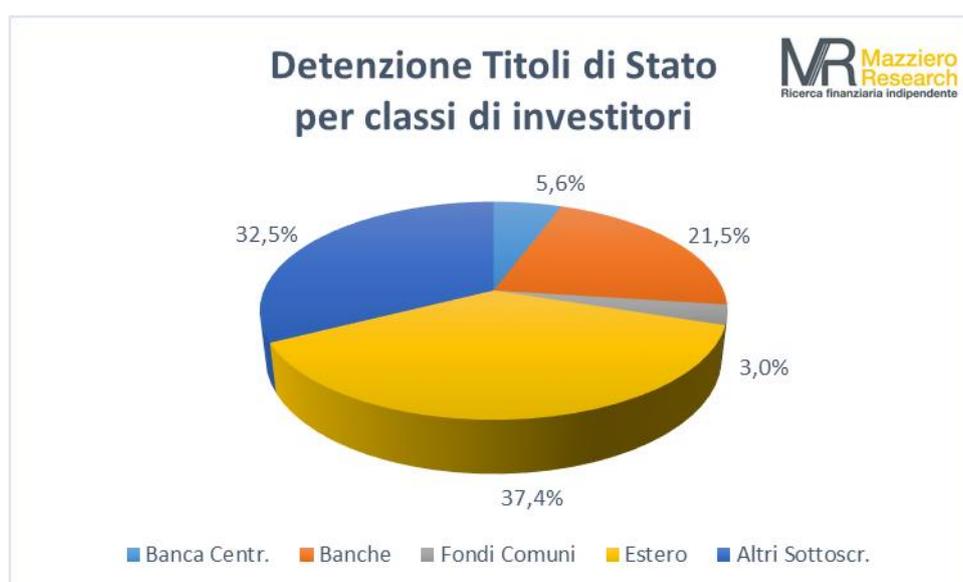


Figura 13: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori a maggio 2014 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

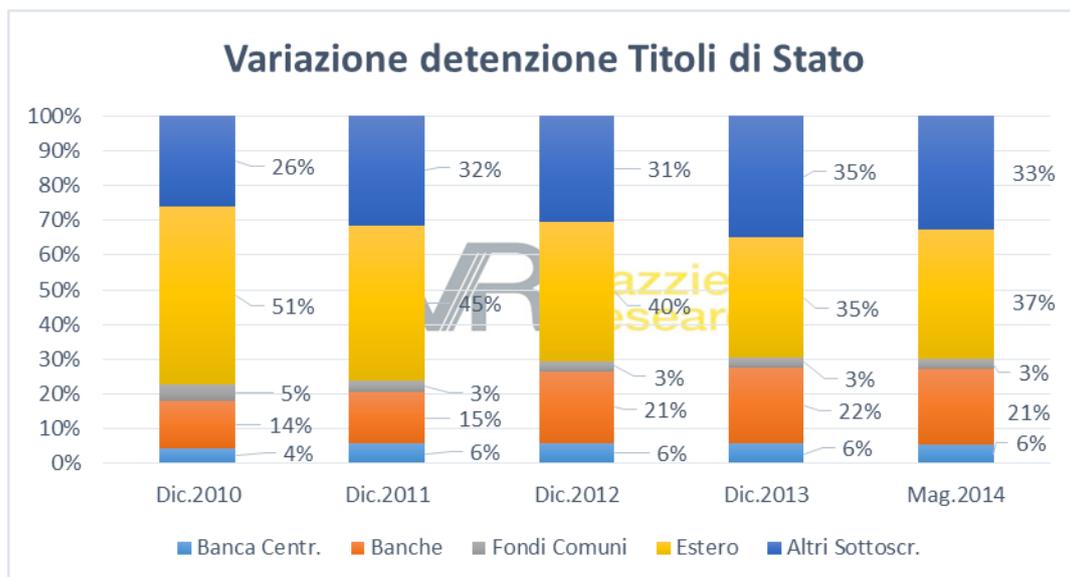


Figura 14: *Variazione nelle classi di detenzione di Titoli di Stato da dic. 2010 a mag. 2014 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	26.593		24%
Riserve verso FMI	4.111		4%
Diritti speciali prelievo	7.235		6%
Oro	73.280		65%
Altre attività di riserva	853		
		112.072	100%
Altre attività in valuta estera	1.633	1.633	

Tabella 10: *Riserve Banca d'Italia a ottobre 2014 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Le riserve ufficiali ad agosto 2014 ammontano a 112 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad agosto 2014 è un decremento di circa 3 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 67% delle riserve totali.

Il commento

Il valore delle riserve calano di 3 miliardi rispetto alla rilevazione di agosto, presentata nel precedente Osservatorio; gran parte di questo calo è dovuto al valore dell'oro che solo parzialmente è stato mitigato dall'apprezzamento del dollaro.

A fine agosto ci trovavamo con l'oro a 1.286 dollari l'oncia e un dollaro a 1,313, mentre a fine ottobre l'oro era sceso a 1.172 dollari l'oncia con un dollaro a 1,252.

Il Prodotto Interno Lordo

(Milioni di Euro)	Pil Nominale	Delta Pil	Debito pubblico	Deficit/Pil	Debito/Pil	Var.Pil
Anno 2000	1.198.292		1.300.341	1,30%	109,18%	5,91%
Anno 2001	1.255.738	57.446	1.358.333	3,30%	108,78%	4,68%
Anno 2002	1.301.873	46.135	1.368.512	3,10%	105,66%	3,67%
Anno 2003	1.341.850	39.977	1.393.495	3,40%	104,35%	3,15%
Anno 2004	1.397.728	55.878	1.444.604	3,60%	103,81%	3,99%
Anno 2005	1.436.380	38.651	1.512.779	4,20%	105,83%	2,92%
Anno 2006	1.493.031	56.652	1.582.009	3,60%	106,51%	4,10%
Anno 2007	1.554.199	61.168	1.598.971	1,50%	103,41%	3,96%
Anno 2008	1.575.144	20.945	1.663.452	2,70%	106,10%	1,34%
Anno 2009	1.519.695	-55.449	1.769.794	5,30%	112,50%	-3,56%
Anno 2010	1.551.886	32.191	1.851.256	4,20%	115,30%	2,08%
Anno 2011	1.638.857	86.971	1.907.629	3,50%	116,40%	1,94%
Anno 2012	1.628.004	-10.853	1.989.938	3,00%	122,20%	-0,85%
Anno 2013	1.618.904	-9.100	2.070.165	2,80%	127,90%	-0,60%
Anno 2014 (st.DEF)	1.626.516	7.612	2.140.553	3,00%	131,70%	0,50%
Anno 2015 (st.DEF)	1.646.550	20.034	2.196.904	2,60%	133,70%	0,60%
Anno 2016 (st.DEF)	1.690.027	43.477	2.228.303	1,80%	133,70%	1,00%
Anno 2017 (st.DEF)	1.742.327	52.300	2.241.412	0,90%	132,10%	1,30%
Anno 2018 (st.DEF)	1.799.706	57.379	2.241.796	0,30%	129,90%	1,40%
Anno 2014 (st.UE)	1.612.428	-6.476	2.131.630	3,00%	132,20%	-0,40%
Anno 2015 (st.UE)	1.622.103	9.675	2.170.374	2,70%	133,80%	0,60%
Anno 2016 (st.UE)	1.639.946	17.843	2.176.208	2,20%	132,70%	1,10%
Anno 2014 (st.FMI)	1.586.324	-32.580	2.133.741	3,00%	136,70%	-0,10%
Anno 2015 (st.FMI)	1.624.447	38.123	2.162.417	2,30%	136,40%	1,10%
Anno 2016 (st.FMI)	1.667.779	43.332	2.175.888	1,20%	134,10%	1,30%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	43.640	2.183.155	0,80%	131,40%	1,20%
Anno 2018 (st.FMI)	1.753.075	41.656	2.186.394	0,60%	128,70%	1,00%
Anno 2019 (st.FMI)	1.798.045	44.970	2.188.358	0,40%	125,60%	1,00%
Anno 2014 (st.OCSE)	1.612.428	-6.476	2.165.491	2,70%	134,30%	-0,40%
Anno 2015 (st.OCSE)	1.614.041	1.612	2.170.885	2,10%	134,50%	0,10%
Anno 2016 (st.OCSE)	1.630.181	16.140	-	-	-	1,00%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti

Tabella 11: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2013, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

I fatti

- Nel terzo trimestre il PIL è sceso dello 0,1% rispetto al trimestre precedente; è sceso dello 0,4% rispetto al 3° trimestre del 2013.
- Il PIL resta del 9,3% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2014 è -0,3%.

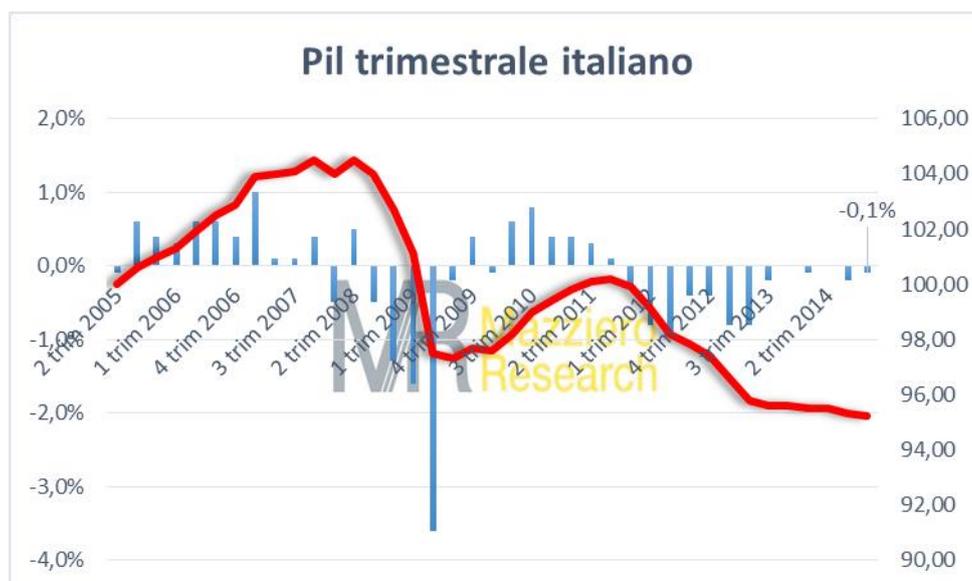


Figura 15: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 3 Trim. 2014 (Elaborazione su dati Istat)

Il commento

La ridefinizione dei metodi di calcolo del PIL, includendo anche le attività illegali, come droga e prostituzione, spese per armamenti, ricerca e sviluppo, aveva alimentato, almeno in una prima fase, la speranza che almeno a chiusura d'anno si potesse giungere con un dato positivo.

La rilevazione preliminare del PIL al terzo trimestre fa svanire queste velleità: ancora una volta il dato è stato negativo (-0,1%) e si concatena con una serie di dati negativi, o almeno non positivi (in due trimestre si è avuta una lettura di zero) che dura da oltre tre anni, si veda la **Tabella 12**.

Il dato in sé è tanto più grave quanto è asfittico, mostrando un'economia che non riesce a reagire ad alcuna cura; proprio per questo tutte le stime sul nostro Paese sono state riviste al ribasso e fanno apparire ancora più fantasiose quelle della Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza rilasciata a fine settembre.

La **Tabella 11** riporta tutti i dati su PIL e debito passati, con le stime per l'anno in corso e quelli futuri.

Moody's nel suo Global Macro Outlook 2014-16 non prevede sostanziali variazioni per l'Italia, con una crescita nel 2015 compresa tra -0,5 e +0,5%; solo per il 2016 la situazione potrebbe leggermente migliorare con una crescita compresa tra 0 e +1%. Secondo Moody's, pertanto, lo scenario principale resta improntato in una condizione di recessione/stagnazione che dovrebbe ancora protrarsi per diverso tempo.

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%	0,1%	-0,3%	-0,8%
2012	-0,9%	-0,4%	-0,4%	-0,8%
2013	-0,8%	-0,2%	0,0%	-0,1%
2014	0,0%	-0,2%	-0,1%	

Legenda colori
Variazione Trimestrale

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

*Tabella 12: PIL trimestrale dal 2005 al 3 Trim. 2014
(Elaborazione su dati Istat)*

Tuttavia appare interessante il dato di novembre (rilevazioni di ottobre) dell'**Indice Ifit**, l'indice di fiducia sugli investimenti in innovazione tecnologica, che presenta un valore di 32,20, in recupero dal precedente valore di 31,80.

Il progresso è ancora nei suoi stadi iniziali e non sappiamo se davvero si potrà sviluppare un'inversione di tendenza, dato che fra gli imprenditori prevale un clima di attesa. Tuttavia è interessante osservare quali sono i settori che presentano un più alto livello di fiducia: meccatronica e macchine utensili, meccanica fine, aerospaziale e farmaceutico; si tratta di settori produttivi, che una volta innestata la crescita potrebbero fornire una spinta all'occupazione.

Al palo invece agro-alimentare, grande distribuzione, tessile-abbigliamento, logistica e servizi di telecomunicazione che associati ai settori dove la fiducia resta al di sotto della media, come commercio al dettaglio ed edilizia, sono lo specchio del deterioramento del potere di acquisto della popolazione.

A questo si aggiunge una fiducia al di sotto della media per le attività legate alle microimprese, alle attività artigianali e professionali, che in questo caso evidenziano l'erosione del capitale derivante dalla crisi e, a nostro sommo avviso, dalla tassazione esorbitante.

Rimandiamo alle altre sezioni del nostro Osservatorio per un'analisi congiunta relativa al debito; ovviamente si deve rimarcare che un PIL che non cresce è estremamente nocivo ai rapporti Deficit/PIL e Debito/PIL, avendo quest'ultimo come denominatore.

La dinamica del PIL del nostro Paese evidenzia in modo lampante quanto sia scellerata una politica che si ostina a non diminuire la spesa pubblica e persevera a innalzare la tassazione motivandolo nei modi più disparati (ci sentiamo di segnalare in particolare l'aumento fiscale sui fondi previdenziali motivato come adeguamento della tassazione sulle rendite finanziarie).

L'inflazione

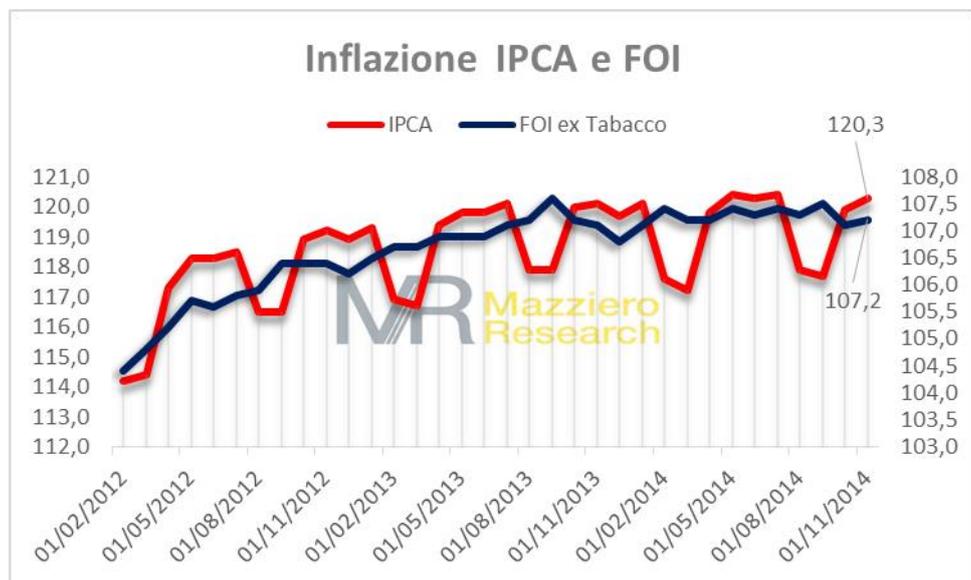


Figura 16: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2012 a ottobre 2014 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso annuo di inflazione IPCA a ottobre è pari allo 0,2%, l'Italia esce dalla deflazione.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2014 è pari allo 0,3%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2005, è pari a 120,3, 0,1 punti al di sotto del massimo storico.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2010, è pari a 107,2, 0,4 punti al di sotto del massimo storico.

Il commento

Si riprendono dopo la pausa estiva gli indici dei prezzi al consumo, in particolar modo l'indice armonizzato IPCA, utilizzato per i confronti omogenei in ambito europeo, ha segnato un forte balzo sia nel mese di settembre (+1,9) sia nel mese di ottobre (+0,2).

Più asfittico l'indice FOI ex tabacchi, si vedano le differenze nel **Riquadro 7**, che mostra a settembre un rallentamento rispetto ai mesi precedenti.

La **Figura 16** mostra l'andamento di entrambi gli indici IPCA, con scala a sinistra, e FOI ex tabacchi con scala a destra; i valori cumulativi presentano un'apprezzabile differenza in quanto l'IPCA è stato riportato a base 100 nel 2005, mentre il FOI nel 2010.

Ciò che colpisce, osservando il grafico della **Figura 16**, non è il valore in senso assoluto, ma il fatto che anche l'andamento dei due indici differisca in modo evidente; avevamo già notato questo aspetto nel numero scorso dell'Osservatorio, a cui si rimanda per ulteriori dettagli, evidenziando come:

1. Le variazioni dell'indice IPCA fossero più ampie rispetto a quelle degli indici NIC e FOI.
2. Le più forti escursioni dell'indice IPCA avvenissero ciclicamente e fossero da attribuire in larga misura al settore abbigliamento e calzature.

Il diverso comportamento dell'indice IPCA, rispetto a NIC e FOI, è in larga misura attribuibile al fatto che il primo tiene conto dei saldi stagionali, mentre i restanti indici non lo considerano.

Si riscontra quindi un andamento degli indici NIC e FOI molto più smorzato rispetto all'indice IPCA, sebbene nel contempo la differenza non spiega come l'andamento nei periodi non interessati dai saldi risulti divergente.

Segnaliamo invece un articolo interessante di Giulio Zanella, pubblicato sul blog *Noise from Amerika*, dal titolo [Dissezione della deflazione in Italia: uno sguardo ai dettagli](#) in cui si analizza la contribuzione dei vari prodotti nel momento in cui l'Italia risulta in deflazione (1 settembre 2014).

Giulio Zanella riporta la tabella pubblicata dall'Istat il 29 agosto scorso (**Tabella 13**) e osserva che la deflazione è presente nei prezzi dei beni, ma non in quella dei servizi dove è presente invece una moderata inflazione.

PROSPETTO 2. INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC, PER TIPOLOGIA DI PRODOTTO

Agosto 2014, pesi e variazioni percentuali (base 2010=100)

Tipologie di prodotto	Pesi	ago-14 lug-14	ago-14 ago-13	lug-14 lug-13	ago-13 lug-13	Inflazione acquisita
Beni alimentari (incluse bevande alcoliche), di cui:	173.611	0,0	-0,3	-0,6	-0,4	0,1
Alimentari lavorati	107.103	0,0	0,6	0,8	0,2	0,9
Alimentari non lavorati	66.508	0,0	-1,7	-2,9	-1,2	-1,2
Beni energetici, di cui:	85.796	-0,4	-3,7	-2,8	0,6	-2,8
Energetici regolamentati	38.202	-0,1	-6,7	-6,6	0,0	-4,7
Energetici non regolamentati	47.594	-0,6	-1,2	0,4	1,0	-1,1
Tabacchi	21.807	0,2	-0,4	-0,6	0,0	-0,4
Altri beni, di cui:	265.510	-0,1	0,3	0,3	-0,1	0,2
Beni durevoli	80.901	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,4
Beni non durevoli	74.391	0,1	0,4	0,5	0,2	0,7
Beni semidurevoli	110.218	-0,1	0,7	0,7	-0,1	0,3
Beni	546.724	-0,1	-0,6	-0,6	-0,1	-0,4
Servizi relativi all'abitazione	77.009	0,0	2,0	2,3	0,4	2,3
Servizi relativi alle comunicazioni	18.206	0,1	-6,7	-6,7	0,1	-5,2
Servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona	174.131	-0,1	0,6	0,8	0,1	1,0
Servizi relativi ai trasporti	81.924	3,8	0,4	0,8	4,1	2,9
Servizi vari	102.006	0,0	1,1	1,1	0,0	1,1
Servizi	453.276	0,7	0,6	0,7	0,9	1,3
Indice generale	1.000.000	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,4

*Tabella 13: Indici dei prezzi al consumo NIC per tipologia di prodotto
(Fonte: Istat)*

Ma i prezzi dei beni riflettono non solo la domanda interna, bensì quella mondiale, mentre i prezzi dei servizi riflettono la domanda nazionale, essendo generata perlopiù da residenti nel nostro Paese.

Ora, se la deflazione fosse dovuta a una debolezza della domanda interna si dovrebbe riscontrare non solo nei beni ma anche nei servizi, e a quel punto si dovrebbe osservare una deflazione che al momento non è presente.

A conferma di ciò, Giulio Zanella, punta l'attenzione sulle voci maggiormente deflazionistiche: *energetici regolamentati*, si tratta principalmente del petrolio, e *alimentari non lavorati*, cioè i prodotti agricoli.

Com'è noto la determinazione di questi prezzi non avviene in Italia, ma nei mercati internazionali delle commodity ed è altresì noto che gli agricoltori hanno avuto nella stagione 2014 una produzione molto superiore alla domanda.

Quindi il fenomeno deflativo sui beni è:

- Determinato da un eccesso di offerta rispetto alla domanda mondiale.
- Scarsamente influenzato dalla scarsa domanda nazionale, ovvero dalla bassa propensione ai consumi degli italiani.

Ultimo dettaglio su cui punta l'attenzione Zanella è la forte riduzione (-6,7) della componente *servizi relativi alle comunicazioni*; si tratta di un tipico esempio di deflazione benefica e indotta dall'innovazione tecnologica e dalla forte competizione degli operatori.



Figura 17: Confronto del livello annuo di inflazione fra vari paesi (Elaborazione su dati Eurostat)

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.

La disoccupazione



Figura 18: Disoccupazione in Italia da gennaio 2012 a settembre 2014
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 12,6% a settembre; record storico 13,0% rilevato a febbraio. 42,9% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 43,7% rilevato a giugno e agosto.
- Tasso di occupazione: 55,9% della popolazione tra 15 e 64 anni.
- Cassa integrazione: da gennaio a ottobre 2014 autorizzate 897 milioni di ore.

Il commento

La disoccupazione si mantiene poco al di sotto del record storico del febbraio scorso (13%) a un livello del 12,6%.

Disoccupazione giovanile (tra i 15 e 24 anni) al 42,9%, non molto al di sotto del record storico del 43,7% toccato a giugno e agosto.

In aumento l'impiego della cassa integrazione +19,3% rispetto a ottobre 2013 e con un totale di 897 milioni di ore registrate da gennaio a ottobre 2014; questo dato corrisponde a una disoccupazione aggiuntiva del 2,1%, il che porterebbe l'ammontare complessivo al 14,7%.

OCCUPATI. Settembre 2013 - settembre 2014, dati destagionalizzati,
valori assoluti in migliaia di unità

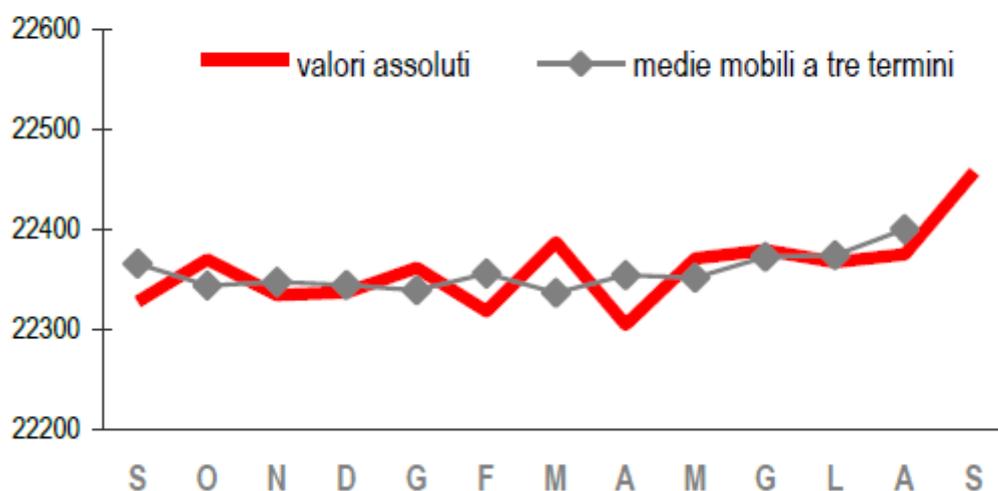


Figura 19: Andamento occupazione a settembre 2014
(Fonte: Istat)

L'aspetto di novità nell'ultima rilevazione Istat è che non solo la disoccupazione è aumentata dal 12,5 al 12,6%, ma anche l'occupazione ha fatto segnare un aumento dello 0,4% con 82 mila nuovi posti di lavoro dal precedente mese di agosto.

Potrà risultare curioso, a questo punto, come possa accadere che nel medesimo mese aumenti l'occupazione e anche la disoccupazione; occorre a tal proposito ricordare che i disoccupati vengono calcolati solo fra le persone che stanno cercando lavoro, restano esclusi gli inattivi.

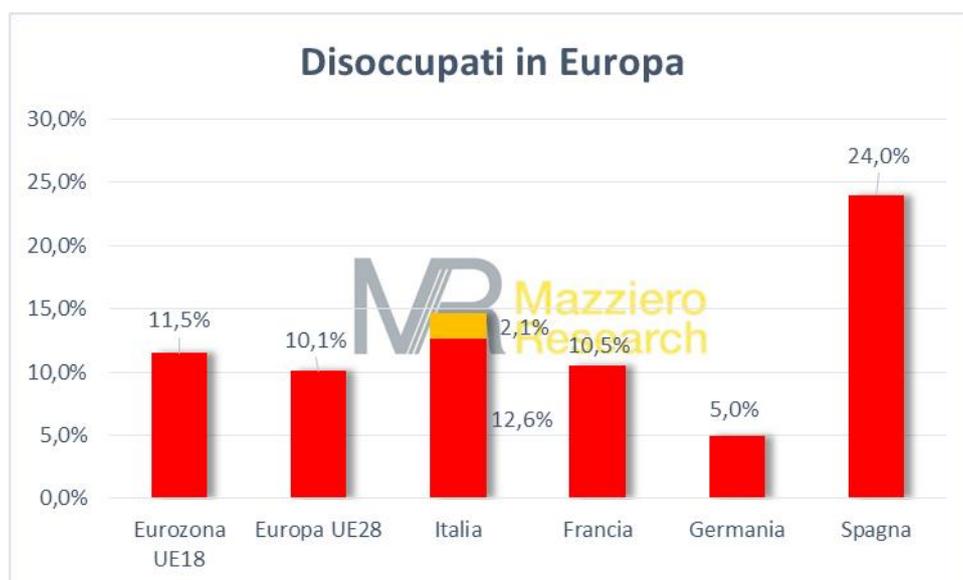
Se una parte degli inattivi inizia a cercare lavoro, senza trovarlo, si otterrà un incremento della disoccupazione. Ed è proprio ciò che è successo, dato che gli inattivi sono diminuiti di 132 mila unità nel mese di settembre.

Ciò nonostante la nostra disoccupazione resta molto al di sopra della media europea, unica eccezione fra i grandi paesi la Spagna che malgrado i progressi segna un 24%. Va evidenziato anche un lievissimo incremento della disoccupazione in Germania che passa dal 4,9 al 5%.

Il 9 ottobre scorso il Segretario Generale dell'Ocse, Angel Gurría, si è complimentato con il Premier Renzi per il passaggio al Senato della riforma del mercato del lavoro: *"Il Jobs Act ha il potenziale di migliorare il funzionamento del mercato del lavoro italiano riducendo le differenze nei contratti e le penalizzazioni nei confronti dei giovani e dei gruppi svantaggiati."*

Il provvedimento dovrebbe tradursi in legge mantenendo la sua interezza al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati. Se pienamente attuato, il Jobs Act, contribuirà a spingere l'Italia in un percorso dinamico di crescita che porterà benefici alla popolazione, creando nuovi posti di lavoro e diminuendo la disoccupazione."

Inutile dire che, a nostro sommo avviso, sono dichiarazioni di circostanza abbastanza usuali, pur contenendo il monito che *"il provvedimento dovrebbe tradursi in legge mantenendo la sua interezza"* non costituiscono una reale valutazione sugli esiti della riforma.



*Figura 20: Disoccupazione in Europa a settembre 2014
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Riquadro 8

La **Cassa Integrazione Guadagni (CIG)** suddivide i suoi interventi in:

Cassa Integrazione Guadagni Ordinaria (CIGO) corrisposta a fronte di eventi transitori non imputabili all'azienda, in genere le crisi di mercato. Il trattamento è a carico dell'Inps ed è finanziato tramite un contributo delle aziende sul monte salari (1,90% per le aziende fino a 50 dipendenti, 2,20% oltre per quelle oltre le 50 unità).

Cassa Integrazione Guadagni Straordinaria (CIGS) corrisposta nei casi di ristrutturazione, crisi aziendale, fallimento e liquidazione. Il trattamento è a carico del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali ed è parzialmente finanziato con un contributo dei datori di lavoro (0,60%) e dei dipendenti (0,30%) destinati al trattamento.

Cassa Integrazione Guadagni in Deroga (CIGD) corrisposta ai lavoratori esclusi dalla normativa della CIG e che hanno esaurito gli interventi ordinari (indennità di disoccupazione). Il trattamento all'integrazione salariale è a carico del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali ed è autorizzato dalla Regione.

Approfondimenti

Il punto di Leonardo Baggiani

La BCE dovrebbe abbandonarci al nostro destino

Le previsioni di crescita vengono regolarmente tagliate, per l'Italia ma anche per il resto del mondo; se Parigi piange, Berlino non ride più molto. Le due grandi capitali si scontrano sui tempi del rientro della gestione delle pubbliche finanze dentro i paletti previsti, e l'Italia si infila nella diatriba riuscendo a spuntare qualche piccolo sconto o allentamento. Qualcuno canta vittoria in nome del futuro del Paese. Cosa c'entra la BCE? Lo vedremo; intanto facciamo l'usuale veloce disamina del bilancio dell'eurosistema cercando, per quanto possibile, di far parlare direttamente i numeri.

Bilancio BCE – Settembre 2014					
(miliardi di euro)					
Attivo		% trim	Passivo		% trim
Finanziamenti	520	-8,5%	Base monetaria	1.204	+0,2%
Titoli	589	-1,6%	Depositi	0	-
Esteri	295	+2,8%	Esteri	48	-27,2%
Oro	334	+2,4%	FMI	53	+1%
Altro	300	-2,73%	Altro	336	-12,4%
			Mezzi propri	397	+3,3%
	2.038	-2,4%		2.038	-2,4%

Nel terzo trimestre del 2014 la BCE ha, al solito, continuato a contrarre il proprio bilancio. I finanziamenti al sistema bancario si sono ancora contratti (“Finanziamenti” calati di € 48 mlrd), e pesano sempre meno rispetto alle “operazioni di mercato aperto” (voce “Titoli”), continuando “l'americanizzazione” della politica monetaria come mostrato negli ultimi due Report. Questo dato spiega, sul lato dell'attivo, la contrazione del bilancio.

La contrazione dei “Finanziamenti” trova contropartita sul lato passivo nel calo delle passività verso la Pubblica Amministrazione (contenute nella voce “Altro”). La Base Monetaria è rimasta praticamente stabile, con circa € 10mlrd usciti dai conti presso la BCE ed affluiti nelle banconote in circolazione, e la famosa *Deposit Facility* rimasta a livelli storicamente contenuti.

Tornato il bilancio dell'Eurosistema ai livelli del 2010, a metà ottobre si è ridotto ancora di € 10mlrd, anche questi “convertiti” in maggiori banconote in circolazione. Tutto questo nonostante € 83mlrd dei famosi TLTRO.

Questo terzo trimestre è quindi stato – contabilmente – piuttosto interlocutorio. Quel che è visibile è un effetto nel complesso non clamorosamente espansivo della politica di tassi infimi cui è approdata la BCE, misurata in quei € 10mlrd di fondi fermi nei conti centrali e “trasformati” in banconote in circolazione (magari semplicemente passati attraverso mutui-casa). Ancora di più questo conferma la scarsa rilevanza del semplice problema “liquidità” rispetto al più strisciante problema di “solvibilità” dell'economia europea, conti pubblici compresi.

Da questo punto di vista probabilmente si è rivelato più efficace lo strumento ESM/EFSF, che associato alle OMT “promesse” da Draghi costituisce una potente arma fiscal-moneteria a supporto diretto dei debiti pubblici e, di riflesso, dell'intera struttura dei tassi di interesse. Finora per l'Italia il finanziamento di questa colossale arma ammonta ai € 50mlrd riportati anche in questo Report (in effetti circa la metà sono stati direttamente coperti dall'emissione di titoli di debito pubblico). Cumulando il debito pubblico rinnovato mediamente lungo i poco più di sei anni della sua scadenza media, e valutando il risparmio di interessi che questa arma ha permesso, possiamo tirare un primo bilancio:

- La differenza tra il tasso medio sul debito pubblico nel 2012 e quello atteso per il 2013 è attorno ad un punto percentuale; si parla pertanto di quasi € 3mlrd di interessi annui risparmiati che si cumulano anno dopo anno fino al rinnovo dell'intero debito dopo circa sei anni e mezzo.
- Il calcolo cumulato del risparmio di interessi dice che entro il 2019 risulta recuperato ben più dei € 50mlrd investiti (entro il 2017 già quei € 25mlrd effettivamente “pagati”).
- Se aggiungiamo circa tre miliardi di euro di interessi risparmiati annualmente sulla parte di debito non in forma di debito pubblico (il cui costo del servizio potrebbe infatti venir rivisto in tempi brevi), i tempi di recupero di cui sopra si riducono di un anno.

La combinazione di ESM e OMT ha quindi un valore positivo su una prospettiva temporale nemmeno molto lunga. E questo è in realtà un guaio, perché le decisioni si fondano su valutazioni rischio-rendimento, o altrimenti sul binomio premio-punizione, e solo così possono tendere verso l'ottimalità rispetto al contesto circostante.

La “disciplina del mercato”, tanto amata all'alba dell'euro così come tanto negata negli ultimi anni, sarebbe costituita dalla minaccia di una pressione sui rendimenti del debito pubblico qualora le politiche fiscali (sia sul lato della crescita che della gestione delle finanze pubbliche) appaiano inadeguate; in altri termini, se il Governo cincischiasse, il mercato potrebbe punirlo, e la sola minaccia della punizione dovrebbe spingere il Governo a non cincischiare. Se si elimina la minaccia, il Governo è libero di... cincischiare.

Il binomio ESM/BCE nei fatti elimina le possibili punizioni del mercato (tiene i tassi bassi contro qualsiasi pressione), e con questo elimina gli incentivi ad una corretta gestione economica e fiscale proprio nei Paesi più teoricamente sotto scacco, come l'Italia. Nella “corretta gestione” rientrano anche le famose “riforme” (fiscali, istituzionali, del lavoro, strutturali...). Ritengo che tutto questo sia provato dal fatto che sotto la pressione del montante “spread” l'Italia ha partorito una importante – per quanto molto dolorosa e non risolutiva in modo assoluto – riforma pensionistica, mentre nei più miti (io direi “sedati”) tempi correnti ha partorito solo capricci e conseguenti sconti sulla gestione dei deficit congiunturale e strutturale: se lasciata “tranquilla”, la politica pensa solo a tirare avanti (cincischiare) come in passato, lasciando i problemi lì a continuare a fermentare e lievitare. Per sistemare le cose, forse la BCE dovrebbe semplicemente abbandonare i Paesi, Italia in primis, al proprio destino.

Leonardo Baggiani (@lbaggiani)

Bibliografia

- Baggiani Leonardo (2014) “Bazooka: ne valeva la pena?” (<http://www.criticaustriaca.it/bazooka-ne-valeva-la-pena/>).
- Banca Centrale Europea (2014) “Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 26 settembre 2014”, comunicato stampa 30/09/2014.
- Banca Centrale Europea (2014) “Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 17 ottobre 2014”, comunicato stampa 21/10/2014.
- Mazziero Research (2014) “Italia 1 trim 2014 Pil, debito & Co.”.
- Mazziero Research (2014) “Italia economia a metà 2014”.
- Roberto @certainregard (2013) “Il Costo dell'ESM: uno Sguardo più Ampio” (<http://ideashaveconsequences.org/il-costo-dellesm-uno-sguardo-piu-ampio/leo>),

Glossario

Base Monetaria: moneta emessa dalla Banca Centrale attraverso procedure d'asta (operazioni di rifinanziamento) a cui partecipano le principali banche commerciali. Contabilmente l'ammontare viene ricostruito dal passivo della Banca Centrale considerando le sue prime forme di impiego (banconote in circolazione, *deposit facility*, conto corrente di riserva obbligatoria).

ESM (European Stability Mechanism): per contrastare crisi di mercato sui titoli di Stato è stato istituito l'European Stability Mechanism (ESM) come erede dell'EFSF; tale ente coordinerà, su richiesta del singolo Paese, una attività di indirizzo e sorveglianza della politiche (fiscali) di rientro del debito pubblico, fornendo al contempo un ampio e pur limitato supporto con acquisti di titoli di Stato direttamente all'emissione.

OMT (Outright Monetary Transactions): operazioni di acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario da parte della BCE, in teoria quantitativamente illimitate; tali operazioni accompagneranno il soccorso fornito dall'ESM.

TLTRO (Targetted Long Term Refinancing Operations): operazioni di rifinanziamento principale a lungo termine (la prima è stata a quattro anni) della Banca Centrale Europea a favore delle banche commerciali, condizionate all'utilizzo di tali fondi per la concessione di prestiti alla clientela privata.

Il focus di Silvano Fait

L'Europa di Draghi

Il 9 ottobre 2014 il Presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi è intervenuto alla Brookings Institution a Washington, dove si trovava per le riunioni d'autunno del Fondo monetario internazionale. Dopo aver riepilogato gli interventi effettuati dall'inizio della crisi finanziaria da parte della BCE ha esposto le linee guida di politica monetaria per il futuro prossimo e la visione lungo la quale muove il proprio operato.

Negli anni precedenti, le conseguenze della crisi del debito greco e del Private Sector Involvement materializzatesi nel rischio ridenominazione, ovvero nella possibilità da parte di un paese dell'Eurozona di uscire dall'euro con effetti a cascata sugli altri, hanno ridotto la fungibilità della moneta portando ad una balcanizzazione del credito e ad una riduzione dell'operatività cross-border. Contro questo stato di cose la risposta è stata un insieme di interventi: consolidamenti fiscali front-loaded da parte dei paesi membri, introduzione della possibilità di acquisto diretto sul mercato di titoli di stato da parte della BCE a determinate condizioni (programma OMT) e creazione di una unione bancaria supportata da una garanzia sui depositi a livello europeo. Draghi ritiene che su questi punti l'agenda sia sufficientemente definita quantomeno al netto delle tempistiche tipiche delle fasi negoziali interne all'Unione Europea. La fase successiva, che dovrebbe idealmente essere accompagnata da una stance fiscale più espansiva da parte dei paesi con margini di manovra, ha come obiettivo il recupero del canale di trasmissione del credito. Le ragioni sono due: l'accesso al credito in particolare per le piccole e medie imprese rimane difficoltoso ed il settore bancario rappresenta il principale veicolo di finanziamento per famiglie ed imprese coprendo con le sue erogazioni circa l'80% dell'offerta. In un'ottica di lungo termine il piano di espansione dello stato patrimoniale della BCE tramite l'acquisto di Asset Backed Securities (ABS) e covered bonds può essere visto quindi come un'operazione volta a creare un mercato secondario più grande e più uniforme di tali tipologie di titoli all'interno dell'Eurozona. Un mercato di questo tipo renderebbe più efficace il meccanismo di trasmissione del credito, rappresenterebbe un passo verso una maggiore integrazione finanziaria ed aumenterebbe il peso del mercato dei capitali rispetto all'intermediazione bancaria tradizionale.

Il primo problema da affrontare per la Banca Centrale Europea riguarda le dimensioni di un eventuale espansione quantitativa. La cifra obiettivo indicata da Draghi è 1tn di euro, tuttavia sebbene il mercato delle securization in Europa abbia un volume stimato pari a 1,4tn di euro molte di queste non hanno le caratteristiche idonee per fungere da collaterale. Inoltre fino ad oggi si è trattato di un mercato dominato da poche istituzioni finanziarie ed almeno inizialmente la BCE potrebbe difettare delle competenze necessarie.

Il secondo problema riguarda la struttura del programma di acquisti: nelle intenzioni di Draghi questo dovrebbe ricomprendere una varietà piuttosto ampia di cartolarizzazioni. Non solo impieghi alle piccole e medie imprese ma anche mutui e credito commerciale verso soggetti residenti in tutta l'Eurozona (Grecia e Cipro incluse). Tuttavia la maggior parte delle Asset Backed Securities di buona qualità emesse vengono trattenute dalle banche stesse in quanto già fungibili da collaterale per ottenere liquidità dalla Banca Centrale Europea. Vi è quindi il rischio di acquistare titoli relativamente poco negoziabili a prezzi elevati con particolari criticità per quanto riguarda la gestione di eventuali perdite.

Il terzo problema riguarda la assunzione dei rischi e l'eventuale mutualizzazione delle perdite in cui la BCE potrebbe incorrere. Il piano di Draghi comporta necessariamente l'assunzione di rischi da parte della banca centrale e molti analisti si spingono a dire che per raggiungere la cifra di 1tn di asset Draghi dovrà arrivare ad acquistare anche titoli di stato sul mercato secondario. Il punto è particolarmente delicato: da un lato la banca si dovrebbe impegnare ad acquistare solo tranche di ABS senior e debito mezzanino assistito da garanzie pubbliche, dall'altro operando in questo modo aumenta le passività contingenti degli stati membri. E qualora procedesse ad acquistare titoli di stato sul mercato secondario senza rinunciare al proprio status di creditore privilegiato finirebbe per avere effetti negativi sullo spread dei titoli in circolazione poiché quelli in mano agli investitori privati diventerebbero subordinati rispetto al portafoglio della banca centrale (e pertanto il premio al rischio sul flottante in circolazione aumenterebbe). La strategia del presidente della BCE rappresenta quindi un passo verso una mutualizzazione di potenziali perdite a seguito di operazioni di politica monetaria che vanno al di là di quanto attualmente sperimentato ed all'interno di un contesto giuridico poco chiaro, in mancanza di ratifiche parlamentari, e nell'attesa che la Corte Europea di Giustizia si pronunci sul programma OMT.

Un altro aspetto particolarmente interessante del discorso tenuto da Draghi a Washington riguarda, accanto alle riforme strutturali, la necessità di effettuare investimenti infrastrutturali da parte dei paesi membri dotati di capacità fiscale. Il termine “spesa per infrastrutture” evoca le tradizionali misure di politica fiscale anticiclica, tuttavia l’idea del presidente della BCE non è semplicemente quella di incentivare la costruzione di strade e ponti. In fondo la qualità di molte infrastrutture europee è buona ed accanto ad aree relativamente depresse o deficitarie vi sono numerosi esempi di capacità eccessiva in Spagna, Portogallo e Irlanda. L’approccio di Draghi sembra più sottile ed interessato piuttosto alle nuove infrastrutture digitali. Non solo, il presidente della BCE qualifica esplicitamente come investimento la spesa in istruzione e cita come i paesi dai sistemi educativi con le peggiori performance siano anche quelli maggiormente colpiti dalla disoccupazione giovanile. Draghi non si riferisce esplicitamente ai programmi di apprendistato sul modello tedesco o alla creazione di cluster di start up, tuttavia è possibile intuire l’idea di una necessità per l’Europa di sviluppare una propria “rivoluzione digitale” ed elevare la qualità del capitale umano nel medio e lungo termine. Non si tratta di un percorso semplice, né è compito del presidente della Banca Centrale Europea definire input e modalità di una politica industriale in tal senso, tuttavia la “linea Draghi” - che abbia successo o meno - è un qualcosa che a suo modo cerca di comporre le disfunzionalità delle istituzioni europee e le divergenze tra interessi nazionali all’interno di una visione sovranazionale di lungo termine.

(Link dell’intervento: <http://youtu.be/9645HlFSQ3o>)

Silvano Fait

Il commento di Andrew Lawford

L'energia e la congiuntura economica in Italia

Uno dei fattori più importanti per la congiuntura economica mondiale è il prezzo del petrolio, che dopo un lungo periodo di andamento più o meno stabile sopra i \$100 per barile, adesso si trova sotto la soglia di \$80 per barile.

Le opinioni sul significato di questo calo sono divise. Da un lato, si può sostenere che una riduzione del prezzo dell'energia sia il sintomo di un rallentamento economico a livello mondiale; dall'altro, se il calo dei prezzi è davvero imputabile a un aumento della produzione, l'effetto potrebbe equivalere a un forte stimolo per l'economia mondiale, al pari di una notevole riduzione delle imposte.

Per comprendere la ricaduta che questo calo può avere sul nostro Paese, consideriamo i consumi di petrolio e la spesa complessiva per questo prodotto negli ultimi anni (**Figura 1**). Per l'Italia, si può considerare il costo del petrolio come una tassa, dato che quasi tutto quello che viene consumato deve essere importato.

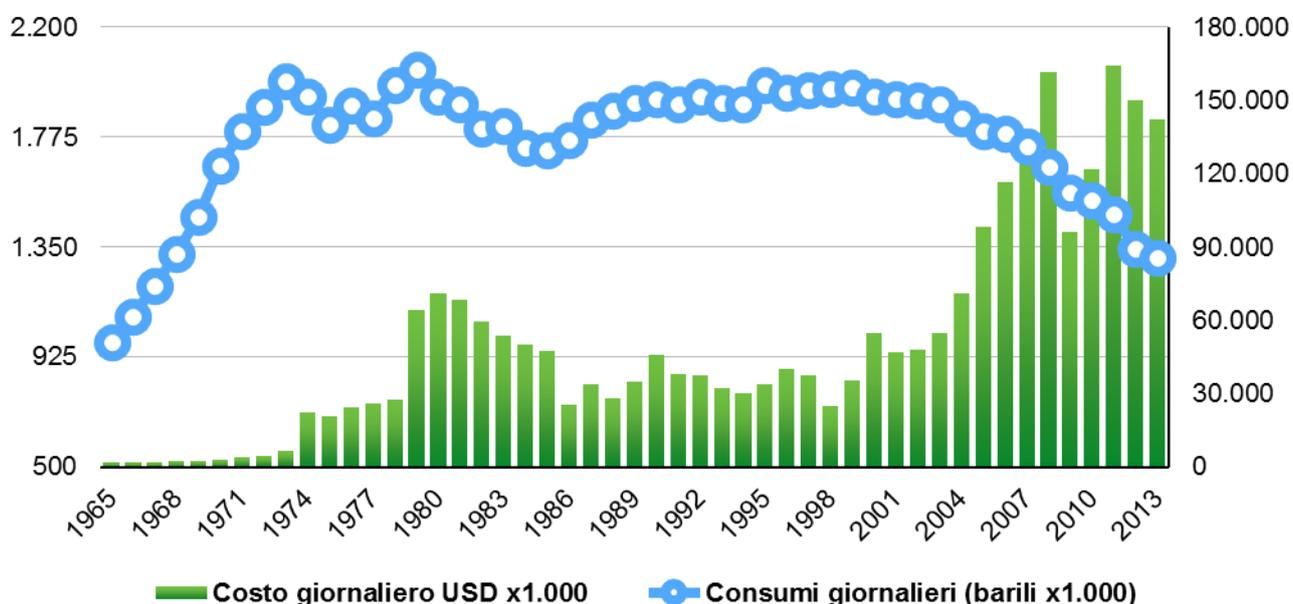
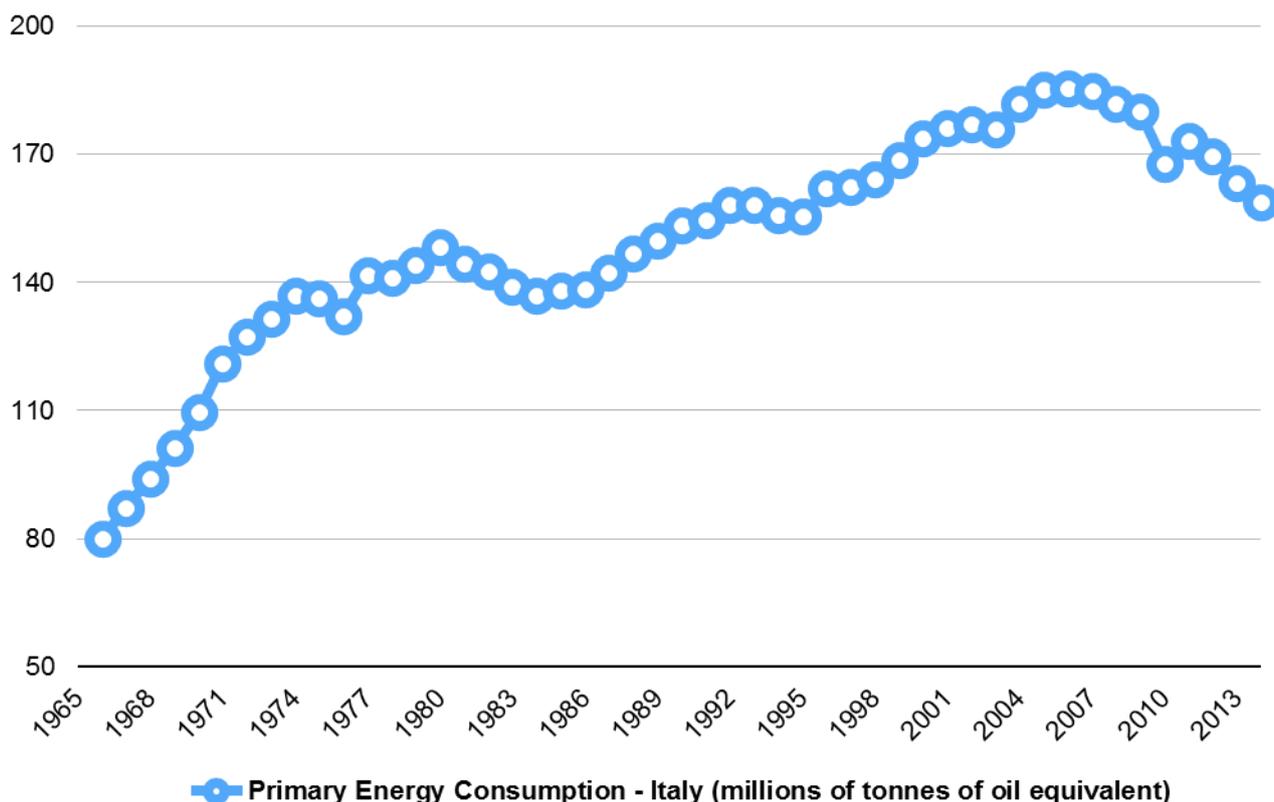


Figura 1: Consumi giornalieri in Italia e costo giornaliero del petrolio (prezzo medio annuo)

Fonte: BP Statistical Review of World Energy 2014

L'Italia nel 2013 ha consumato circa 1,3 milioni di barili al giorno; con una notevole diminuzione rispetto ad un decennio fa, quando si consumavano circa 1,85 milioni di barili al giorno.

In parte la riduzione dei consumi di petrolio è dovuta allo spostamento verso altre forme di energia, come può essere evidente dalla **Figura 2**, che riporta i consumi di energia da fonti primarie nello stesso periodo. La diminuzione dei consumi di petrolio nell'ultimo decennio (-29%) è molto maggiore rispetto ai consumi da fonti primarie (-14%). Inoltre, la generazione di elettricità è calata nello stesso periodo soltanto del 5%, come risulta nella **Figura 3**.

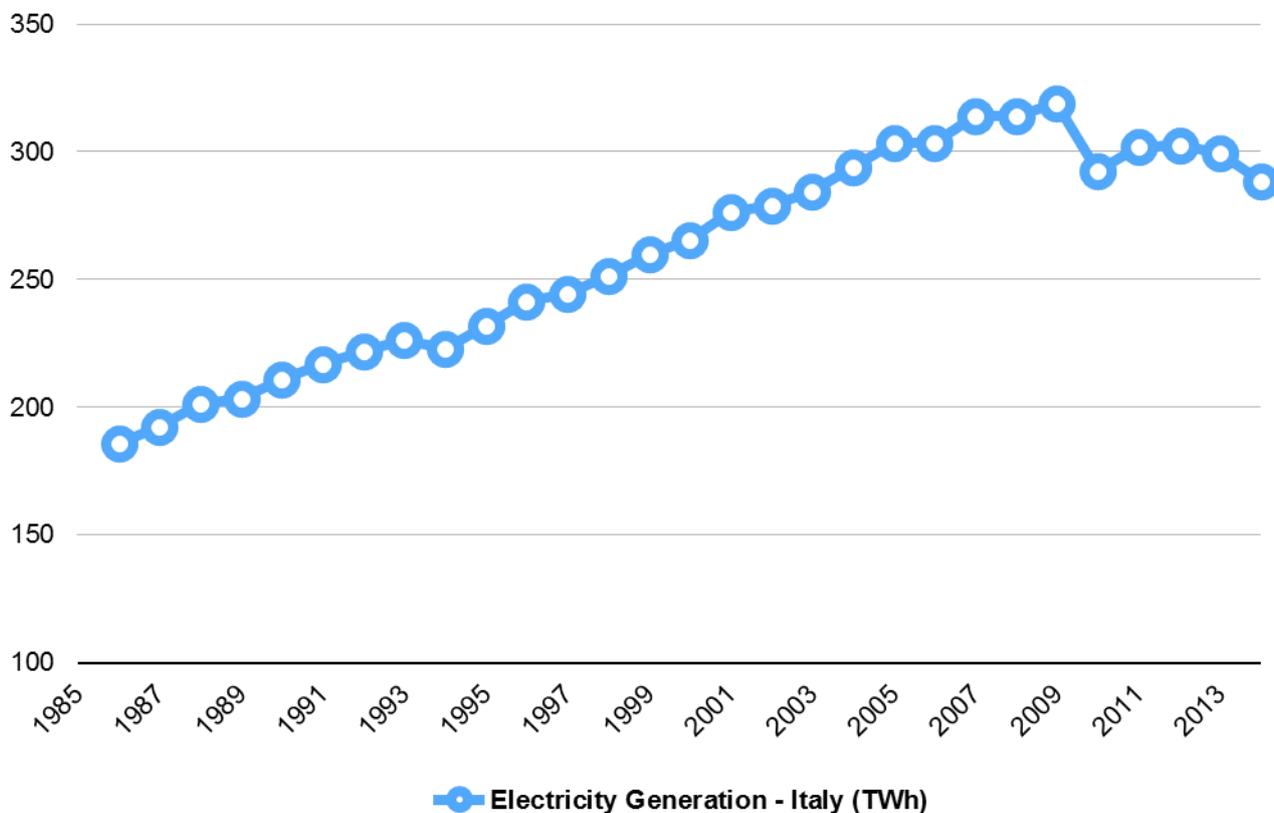


*Figura 2: Consumi di energia da fonti primarie in Italia (milioni di tonnellate di petrolio)
Fonte: BP Statistical Review of World Energy 2014*

Occorre notare che i forti cali precedentemente citati si sono verificati in un periodo che ha visto un aumento del 16% del Pil a livello nominale, con un Pil reale sostanzialmente invariato. Sicuramente questo apparente disallineamento è in parte dovuto all'aumento dell'efficienza nei consumi energetici, sebbene si possa pensare che il loro calo riveli anche un deterioramento del reale andamento economico del Paese.

La domanda relativamente all'Italia, nell'attuale contesto dei prezzi del petrolio in forte calo, potrebbe essere: quanto sarà il beneficio dal calo dei prezzi energetici? Se si considera che nel 2013 il prezzo medio del petrolio è stato intorno a \$108 per barile, i consumi italiani sono costati circa \$142 milioni al giorno, ovvero \$52 miliardi per l'intero anno, con un aumento

del 100% rispetto allo stesso periodo di 10 anni prima. Al ritmo di 1,3 milioni di barili di consumi, il vantaggio di un calo a \$80 per barile si può quantificare in \$37,5 milioni al giorno, o \$13,6 miliardi all'anno.



*Figura 3: Generazione di energia elettrica in Italia (TWh)
Fonte: BP Statistical Review of World Energy 2014*

Come sarà evidente dalla **Figura 4**, che riporta le fonti primarie di energia in Italia, maggiore sarà il calo del petrolio e gas naturale rispetto ad altre fonti energetiche e maggiore sarà il beneficio per il Paese (anche relativo ad altre nazioni sviluppate che importano energia). Nella **Figura 5** si evidenzia la media di queste fonti per l'Europa e l'Eurasia, ovvero la zona geografica a cui appartiene l'Italia. Confrontando le **Figure 4 e 5** si può notare l'assenza dell'energia nucleare in Italia e il peso notevolmente inferiore per i consumi del carbone (anch'esso in forte calo in questi ultimi mesi). L'Italia avrà effettivamente un maggiore beneficio rispetto all'Europa per un calo del petrolio, ma nel contempo il doppio del peso dell'energia da fonti rinnovabili moderne (nelle quali si esclude la generazione idroelettrica) assorbirà in parte il vantaggio del calo delle quotazioni di materie prime energetiche a causa degli ingenti sussidi statali a carico della collettività.

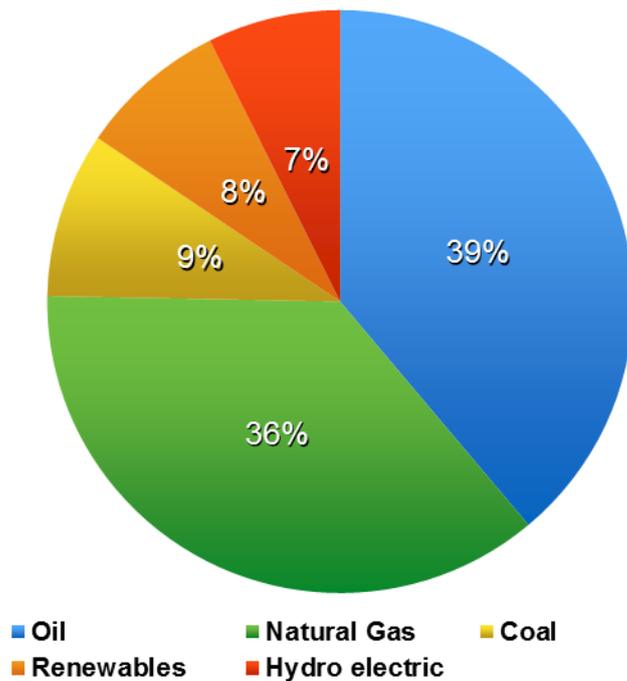


Figura 4: Fonti di energia primaria - Italia 2013
Fonte: BP Statistical Review of World Energy 2014

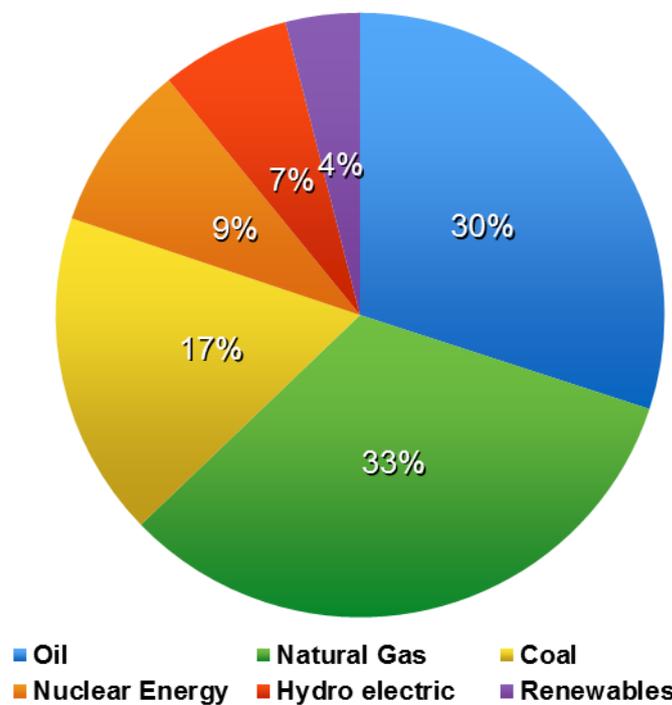


Figura 5: Fonti di energia primaria - Europa ed Eurasia 2013
Fonte: BP Statistical Review of World Energy 2014

È sempre difficile fare previsioni sui prossimi movimenti delle materie prime, ma le ultime dichiarazioni di Putin sembrano indicare che uno scenario ribassista per gli idrocarburi nei prossimi tempi sia tutt'altro da escludere. Se il costo dell'energia si assestasse intorno ai livelli attuali per un periodo abbastanza lungo, il beneficio per l'Italia sarebbe concreto grazie al miglioramento per svariate decine di miliardi di euro della bilancia commerciale. L'aspetto più importante è che un fenomeno del genere non rallenti il programma di riforme strutturali, perché l'inevitabile volatilità delle materie prime potrebbe aggiungere carburante a situazioni già infiammabili. Basti pensare al fatto che l'anno peggiore della crisi finanziaria in Italia è stato il 2011, lo stesso anno in cui il Paese ha sostenuto anche il più alto costo della storia per l'importazione di greggio.

Andrew Lawford

Ascendenze teoriche e conseguenze economiche della riduzione dell'IRAP

(Note economiche)
di *Gabriele Serafini*

Introduzione

L'imposta regionale sulle attività produttive – IRAP – è un tributo la cui *base imponibile* è stabilita a livello nazionale, a seconda della tipologia di attività produttiva svolta dal soggetto passivo, e la cui *aliquota* cambia in funzione della Regione per la quale si determina la base imponibile stessa.

Nell'intento iniziale, l'imposta nacque per assoggettare ad imposizione una grandezza simile al *valore aggiunto* creato dall'attività produttiva e, dato che la base imponibile fu stabilita in analogia con questa grandezza, le righe del nostro intervento si focalizzano sulla *definizione del valore aggiunto* e sul meccanismo di *determinazione della base imponibile* del tributo.

Il Valore Aggiunto, l'IVA e l'IRAP

Come noto, nella contabilità aziendale, al pari di quanto avviene nella *Contabilità nazionale*, il *Valore aggiunto* è dato dalla somma dei redditi dei fattori produttivi che hanno contribuito alla realizzazione di quella produzione. In termini astratti, esso è costituito dalla somma dei redditi da capitale, terra, impresa e forza lavoro. Secondo una differente angolatura, esso è pari anche al valore della produzione al netto dei costi sostenuti per i beni intermedi e non rappresenta in questo modo solamente il *valore aggiuntivo*, eventualmente creato dall'impresa e per l'impresa, ossia il *profitto*, ma una grandezza che comprende anche la *remunerazione della forza lavoro*.

In relazione al ruolo di questa grandezza nel sistema tributario italiano, la disciplina dell'Imposta sul Valore Aggiunto – IVA – ad esempio, indica che la base imponibile dell'IVA stessa è approssimata dalla *differenza* fra il *valore della produzione* realizzata e il suo *costo* di produzione, sostenuto dall'impresa. In questo caso, quindi, se una merce è venduta a 120 mentre il costo per la sua produzione è stato pari a 100, la base imponibile effettiva dell'IVA sarà pari a 20. Dato che nel 100 dei costi, ad esempio, si comprenderà il prezzo di acquisto della merce che poi ha subito il processo lavorativo aziendale¹, la base imponibile risulta essere data dal *valore aggiunto* alla materia lavorata nel processo lavorativo.

Qualche anno fa si provò a far dichiarare l'IRAP come una duplicazione dell'IVA, in quanto sarebbe stata applicata sulla stessa base imponibile. Il tentativo però non andò in porto perché le due basi furono giudicate, in realtà, differenti. La decisione ci vide concordi proprio in quanto, nonostante l'intento dichiarato originariamente, come ricordato nelle prime righe, sembrava quello di sottoporre a imposizione fiscale il valore aggiunto prodotto in un determinato territorio, la concreta realizzazione della norma generò una imposta che, anche dal nome, si rivolge ora al *reddito* dell'attività produttiva e non al suo *valore aggiunto*. Che differenze ci sono?

La base imponibile multi-regionale

Da un punto di vista teorico, l'imposta si applica sul valore netto della produzione, ossia su una grandezza ritenuta *simile* al valore aggiunto² realizzato in ogni Regione. Il meccanismo concreto di determinazione della *base imponibile multi-regionale*, però, si realizza considerando un particolare *criterio di ripartizione del valore complessivo* fra le diverse aree territoriali.

Secondo questo criterio, la ripartizione *non* avviene in base alla porzione di *valore della produzione* realizzato in ciascuna Regione ma in base alle *retribuzioni* spettanti al personale utilizzato in ciascuna Regione. La

¹ Il processo lavorativo può essere ovviamente costituito anche dalla sola commercializzazione.

² Forte F., *Manuale di scienza delle finanze*, Giuffrè Editore, Milano, 2007, p. 444.

differenza è chiara: nel caso di ripartizione della base imponibile in proporzione al valore della produzione realizzato su base regionale, il tributo potrebbe essere in alcune Regioni pari a zero, in virtù del sostenimento di alcuni costi in prevalenza in quelle determinate Regioni. Possiamo quindi presumere che, dato che le aliquote sono stabilite su base regionale, le imprese potrebbero modificare la determinazione del reddito prodotto, per ridurre il carico fiscale nelle Regioni con aliquota maggiore. Nonostante il divieto generale di *tax planning*, infatti, una azienda potrebbe “*spostare*” i costi sostenuti fra le diverse Regioni in modo da minimizzare il costo complessivo dell’IRAP, mentre i tentativi di riduzione del carico fiscale sarebbero eventualmente dimostrabili come *indebiti* solo in sede di *accertamento tributario*. Nel caso di ripartizione della base imponibile in funzione della retribuzione della forza lavoro, invece, questa eventualità è più difficile da realizzarsi, perché la forza lavoro è anche *fisicamente presente* in determinate Regioni.

A nostro avviso, però, la ripartizione della base imponibile *in funzione del costo del lavoro sostenuto* prefigura anche una ragione differente rispetto alla finalità antielusiva; una finalità collegata alla *natura* ed al *ruolo dell’impresa* in un sistema economico produttivo.

Valore aggiunto o valore aggiuntivo

Abbiamo detto che l’IRAP nasce per assoggettare a imposizione fiscale il *reddito delle attività produttive*, assimilabile *apparentemente* al valore aggiunto; tuttavia, mentre il valore *aggiunto* comprende il *profitto* e il *salario*³, il valore *aggiuntivo* realizzato dall’impresa è invece dato solo dal *profitto*. Questa doppia classificazione del profitto deriva a nostro avviso da contrapposte teorie economiche⁴ che definiscono in maniera diversa le

³ Per semplicità ragioniamo solo ipotizzando due fattori produttivi, il *capitale* e la *forza lavoro*.

⁴ Secondo le procedure di riclassificazione dei Bilanci aziendali, è ovviamente possibile individuare sia tutto il valore aggiunto che solo il profitto, partendo dagli stessi dati contabili. In questo caso, invece, ci riferiamo ad un questione di economia politica relativa alle contrapposizione fra due differenti impostazioni teoriche che ritengono che il valore finale della produzione sia costituito da tutto il valore aggiunto oppure solamente dal profitto.

modalità di *produzione* e *distribuzione* della ricchezza nei sistemi economici moderni.

Se per la *teoria economica neoclassica*⁵ l'impresa realizza una combinazione dei fattori della produzione che genera il *valore aggiunto*, inteso come capacità di retribuire gli stessi fattori che hanno concorso alla sua realizzazione, nella tradizione della *teoria economica classica*⁶ l'impresa combina i fattori produttivi e ottiene un *profitto*, considerato già *al netto del salario*.

Nel primo caso, un *incremento di valore del prodotto* finale aumenta il *valore aggiunto* e quindi aumenta direttamente la capacità di remunerare anche la forza lavoro, mentre nel secondo caso l'incremento del profitto non coinvolge *direttamente* la remunerazione della forza lavoro.

Nel primo caso, la modalità di *produzione* del valore aggiunto è separata dalla modalità della sua *distribuzione* fra i differenti fattori, mentre nel secondo caso le due modalità sono direttamente collegate, in quanto la realizzazione del *profitto* è in entrambe ottenuta combinando i diversi fattori ma nel secondo caso la forza lavoro non percepisce una retribuzione stabilita in funzione diretta del profitto, perché il profitto è il *surplus* della produzione realizzata proprio mediante la forza lavoro.

La base imponibile multi-regionale dell'IRAP, allora, in quanto ripartita in funzione dei salari corrisposti in ogni Regione, a nostro avviso assume:

⁵ L'impostazione della teoria economica moderna in merito alla natura ed al ruolo dell'*impresa* nel sistema economico risale ai lavori di Leòn Walras (Walras L., *Elementi di economia politica pura*, 1874-77, oggi anche in "I grandi classici dell'economia", vol.11, Milano Finanza Editori, Milano, 2006), e Vilfredo Pareto (Pareto V., *Manuale di economia politica*, Società Editrice Libreria, Milano, 1906-1919), i quali indicano che l'impresa è da considerare come soggetto *indipendente* dai fattori della produzione di cui si avvale l'imprenditore, che la gestisce col solo fine della massimizzazione del profitto. Riteniamo che, in questo modo, i fattori della produzione risultano *equivalenti* di fronte all'impresa e impiegati solo in funzione dell'efficienza economico-produttiva che sono in grado di esprimere in combinazione con gli altri.

⁶ In particolare pensiamo ai lavori di Adam Smith (Smith A., *La ricchezza delle nazioni*, 1776, oggi anche in "I grandi classici dell'economia", voll. 2, Milano Finanza Editori, Milano, 2006), David Ricardo (Ricardo D., *Principi di economia politica e dell'imposta*, 1817, oggi anche in "I grandi classici dell'economia", vol.3, Milano Finanza Editori, Milano, 2006) e Karl Marx (Marx K., *Il capitale*, 1867-85-94, *Libri I, II, III*, Editori riuniti, Roma, 1989).

1. dal punto di vista della *distribuzione*, che i salari sono erogati a soggetti terzi, *indipendenti* dall'“imprenditore”, non coinvolti nei risultati dell'impresa;

2. dal punto di vista della *produzione*, che la ripartizione del *reddito delle attività produttive* deve essere proporzionale ai salari in quanto il profitto è creato in ragione dell'impiego della forza lavoro.

La logica dell'imposta⁷, quindi, ci sembra più vicina a considerare l'ipotesi che i fattori produttivi⁸ non debbano spartirsi il *valore aggiunto* prodotto nel processo produttivo, perché in realtà il residuo della produzione sarebbe costituito solo dal *profitto*.

Non possiamo pertanto oggi ritenere l'IRAP una imposta sul *valore aggiunto* anche perché non considera il valore aggiunto stesso come l'elemento che *residua* dopo la produzione, nonostante sottoponga ad imposizione fiscale (almeno sino al 2014) *anche* la parte del reddito dell'attività produttiva corrispondente alla remunerazione della forza lavoro.

Ricordiamo che il tributo fu istituito nel 1997 da un'idea del Prof. Vincenzo Visco, Ordinario di Scienza delle finanze, in sostituzione di una serie di altri tributi, ciascuno di minor gettito. Secondo l'impostazione originaria, il calcolo della base imponibile stabilisce che essa sia dovuta anche se l'impresa opera in “*perdita*”, proprio perché la remunerazione della forza lavoro che è computata nella base imponibile, è in realtà un costo per l'impresa e quindi un componente negativo di reddito che può contribuire a generare una perdita. Ricordiamo però che secondo la *teoria microeconomica*⁹ la perdita *contabile* non corrisponderebbe ad una perdita *economica*. La prima si realizza quando il *profitto* è negativo, mentre la seconda quando il *valore aggiunto* è negativo. Ecco quindi che l'imposta divenne particolarmente odiata da molti imprenditori proprio perché la base imponibile è *simile* al *valore aggiunto* e non al *profitto*,

⁷Fermo restando sempre il perseguimento della massimizzazione del profitto, come nel caso della produzione del valore aggiunto.

⁸Stiamo trattando di due fattori solamente, per semplificare l'esposizione.

⁹È sufficiente consultare qualsiasi manuale al riguardo; ad esempio: Samuelson P., *Economia*, diciannovesima edizione, McGraw-Hill, Milano 2009.

anche se “modulata” nella sua ripartizione regionale mediante un criterio che rivela ascendenze teoriche opposte¹⁰.

Possiamo pertanto ritenere che l’inserimento nella *Legge di stabilità 2015* della norma che dispone l’*eliminazione* della retribuzione della forza lavoro dalla base imponibile dell’IRAP, modifichi non solamente la modalità di calcolo del tributo ma anche la *teoria economica di riferimento* che ne sostiene l’impostazione.

La teoria economica *neoclassica* sostiene che la massimizzazione del profitto sia l’obiettivo dell’impresa e che l’impresa realizzi un valore aggiunto da spartire fra i fattori della produzione, mentre la teoria economica *classica* ritiene che la forza lavoro costituisca un fattore produttivo *intermedio*, e la cui remunerazione non derivi da un *residuo* della produzione. Da queste considerazioni, riteniamo che, secondo le recenti tendenze del nostro legislatore, si prefigura una rinnovata adesione della norma ai principi economici classici ed aggiungiamo che questa impostazione ci sembra sostenuta anche dalla *prassi imprenditoriale* che intende come fine della produzione, e come residuo effettivo, solo il *profitto* e non tutto il *valore aggiunto*.

IRAP, profitto e investimenti

L’eliminazione delle retribuzioni della forza lavoro dalla base imponibile dell’IRAP, allora, rende questa imposta maggiormente coerente con quanto gli imprenditori ritengono essere il fine dell’impresa: generare il *profitto per i proprietari* e non il *valore aggiunto per tutta la società civile*.

Ci troviamo sicuramente d’accordo con questa impostazione che *non confonde* gli *obiettivi* degli *imprenditori* con quelli dei *lavoratori* - e della società nel suo complesso -; proprio per ciò, tuttavia, riteniamo che *questa* adesione al punto di vista imprenditoriale sia *solo “di principio”* e non sarà sufficiente affinché i provvedimenti implementati possano sortire un miglioramento delle condizioni economiche complessive, oltre che delle

¹⁰ Rivelando, inoltre, come ricordavamo, un *intento antielusivo* fondato sulla proporzione della retribuzione regionale della forza lavoro.

condizioni di valorizzazione del capitale imprenditoriale investito. Spieghiamoci meglio.

Nelle finalità del Governo questo provvedimento attua una *riduzione delle imposte a carico dei proprietari* delle imprese per stimolare evidentemente i loro *investimenti*, la cui carenza è la causa dell'attuale crisi in Italia.

Non bisogna dimenticare, però, che i *profitti* sono una grandezza ben distinta dagli *investimenti* e che i *rendimenti* che stimolano gli investimenti non sono quelli *passati* ma quelli *attesi*. Questa riduzione dell'IRAP, allora, aumenta i profitti al netto dell'imposizione fiscale, ossia *dopo* che siano comunque stati conseguiti, ma non modifica le *prospettive* di rendimento degli investimenti futuri, che sono collegate alla positività del profitto, ancor prima che alla sua dimensione. In parole povere: se non ci si attende un profitto non si investe anche se l'imposizione fiscale è minore¹¹.

Questo provvedimento governativo cioè riduce le entrate pubbliche *senza migliorare le aspettative* di guadagno degli imprenditori.

Un pari peggioramento del saldo del Bilancio pubblico, invece, si sarebbe potuto attuare mediante un *aumento degli investimenti pubblici* tesi ad innalzare il saggio atteso di rendimento degli investimenti privati. La preparazione delle condizioni per una crescita economica, in una economia moderna, si basa infatti necessariamente sul coordinamento e lo stimolo delle variabili macroeconomiche, sia nella visione keynesiana che monetarista; e un aumento degli investimenti pubblici innalza la produttività del sistema economico complessivo - certo, a patto che si sappia e si decida "dove" investire; ossia nella *ricerca* oppure nell'*aumento dell'occupazione*, nella *riduzione della povertà*, nell' *istruzione*, e/o altro ancora -.

Questa particolare riduzione dell'IRAP, invece, non si ottiene se si investe di più oppure in determinati settori ma viene erogata "*a pioggia*" a tutti gli imprenditori¹² evidenziando una carenza governativa nella

¹¹ Nei numeri precedenti di questo Osservatorio abbiamo già misurato l'ampiezza della *tesaurizzazione* degli imprenditori in questa fase, indicando anche che le difficoltà economiche italiane dipendono da una carenza di investimenti e non da un loro trasferimento all'Estero.

¹² Oltre a ciò, il risultato di questo intervento è un immediato *trasferimento netto* di risorse *dal settore pubblico agli imprenditori privati*, senza uno stimolo affinché

capacità di individuare i settori strategici da stimolare¹³. Forse è anche questo il motivo per cui non si è scelto di aumentare gli investimenti pubblici.

In ogni caso, in questo modo, invece, si ripropongono stanchi schemi pluridecennali della *vulgata economica* che afferma che gli imprenditori non investono “*perché le tasse sono alte*”, nonostante non ci siano ingenti trasferimenti all'Estero degli investimenti, e come se gli imprenditori non preferissero investire per guadagni minori rispetto a non investire e non guadagnare.

Ecco allora che, proprio in collegamento con la mera ricerca di un *rendimento per i capitali*, comunque investiti nell'economia reale oppure in altri settori, c'è anche una ipotesi peggiore circa gli intenti e i risultati finali di questa manovra.

Diminuendo l'IRAP si aumenta il deficit pubblico e si danno soldi a chi invece di investirli *oggi* nell'economia reale li tesauroizza per acquistare *domani* i titoli del debito pubblico, generato proprio da quegli stessi soldi.

Non sappiamo quanto questo effetto ulteriore e paradossale sia voluto o inconsapevole ma dato che anch'esso è parte di quanto vedremo realizzarsi, sarà bene non dimenticarsi di tenere gli occhi aperti. Tuttavia, ed è quest'ultimo un compito difficile, per lo stesso fine bisognerà stare anche con le orecchie tappate, per non farsi condizionare dai richiami delle *sirene* della stessa *vulgata economica* che agisce sempre sulle *emozioni del momento*, in modo da *non perdere le tracce dei soldi* lungo il sentiero che va dalla *produzione* alla *distribuzione* della ricchezza economica generata col lavoro di tutti.

esso inneschi processi di crescita economica basati sulla crescita dei redditi, anche degli altri fattori produttivi.

¹³ Cosa che è stata suggerita anche recentemente da Mario Draghi e che supera i *limiti dell'intervento pubblico* evidenziati da Luigi Einaudi nel 1933 (Cfr.: Einaudi L. (1933), *Il mio piano non è quello di Keynes*, Rubettino, Bari, 2012), là dove ragiona dell'intervento inflazionistico della spesa statale, negli anni immediatamente precedenti l'esposizione della *teoria del moltiplicatore* dei redditi compiuta da J. M. Keynes nel 1936 (Cfr.: Keynes J.M. (1936), *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino, 1978).

Conclusioni

Cala di 34.4 miliardi il debito pubblico nel terzo trimestre 2014, attestandosi a 2.134 miliardi. Tuttavia i modelli previsionali Mazziero Research evidenziano una nuova ripresa dell'indebitamento dal prossimo mese (dati di ottobre) quando salirà a 2.161 miliardi, a soli 7 miliardi dal record storico di luglio.

Nemmeno l'inclusione delle attività illegali nel PIL, come droga e prostituzione sono state sufficienti a farci uscire dalla recessione, che ormai ci accompagna da 13 trimestri consecutivi.

La disoccupazione resta un fattore critico, con un 12,6% a cui si dovrebbe aggiungere un 2,1% di Cassa Integrazione; insostenibile la disoccupazione giovanile al 42,9%, appena 0,8% al di sotto dal massimo storico registrato a giugno.

Il panorama di fondo resta preoccupante: i dati dei documenti di programmazione economica appaiono troppo ottimisti e il rischio è che intervenga la clausola di salvaguardia con l'IVA che passerebbe al 24% nel 2016, al 25% nel 2017 e al 25,5% nel 2018, insieme ad altri aumenti delle accise.

Sarebbe un evento nefasto; aumentare le tasse in un contesto recessivo crea sempre più danni di quanto ci si aspetti. L'unica via d'uscita resta la diminuzione della spesa; avevamo un Commissario alla *spending review*, non si capisce perché sia stato esonerato dall'incarico.

Maurizio Mazziero

Stime debito pubblico per il mese di ottobre

I modelli previsionali della Mazziero Research stimano un debito pubblico per il mese di ottobre 2014 compreso in una forchetta tra 2.160 e 2.162 miliardi, con un minor grado di confidenza è possibile attendersi un debito intorno a 2.161 miliardi.

Nota per la distribuzione

Questo studio è libero.

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

Come ricevere prontamente le nuove uscite

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

Invito ad approfondire

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

Capiredavverolacrisi.com coordinato da M. Mazziero.

IdeasHaveConsequences.org a cura di L. Baggiani.

CriticaAustriaca.it a cura di L. Baggiani.

Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2013*, maggio 2014
- Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*
- Banca d'Italia, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione Europea*, 5 luglio 2013
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 31 maggio 2014
- Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico
- Banca d'Italia, *Bollettino Economico*
- Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre 2014
- Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
- Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame dei documenti di bilancio per il triennio 2015-2017*, 3 novembre 2014
- Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame del Nota di Aggiornamento al Documento di economia e finanza 2014*, 13 ottobre 2014
- Capire davvero la crisi, *Regioni: dimagrire si può*, 9 novembre 2014
- Capire davvero la crisi, *TFR in busta paga: un aiuto che le famiglie pagano caro*, 25 ottobre 2014
- Carlo Cottarelli, *La revisione della spesa come strumento per il finanziamento di... nuove spese*, 30 luglio 2014
- Corte dei Conti, *Audizione sulla Legge di Stabilità per l'anno 2015*, 3 novembre 2014
- DBRS, *DBRS Confirms the Republic of Italy at A (low), Negative trend*, 10 ottobre 2014
- European Commission, *European Economic Forecast – Autumn 2014*, novembre 2014
- European Commission, *Raccomandazione del Consiglio sul programma nazionale di riforma 2014 dell'Italia*, 2 giugno 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Italy at 'BBB+'; Outlook Stable*, 24 ottobre 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB+'; Outlook Stable*, 24 ottobre 2014
- Fitch, *Fitch Places France's 'AA+' IDR on Rating Watch Negative*, 14 ottobre 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Portugal at 'BB+'; Outlook Positive*, 10 ottobre 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 18 luglio 2014
- Fitch, *Fitch Revises Outlook on The Netherlands to Stable; Affirms at 'AAA'*, 11 luglio 2014
- Maura Francese e Angelo Pace, *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Banca d'Italia, Occasional paper n. 31, 2008
- Ifiit, *Indice di fiducia sugli investimenti in innovazione tecnologica, Monthly Report*, 10 novembre 2014
- International Monetary Found, *IMF Executive Board Concludes Article IV Consultation with Italy*, 18 settembre 2014
- International Monetary Found, *2014 Article IV Consultation with Italy*, 17 giugno 2014
- Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
- Istat, *Annuario Statistico*
- Istat, *Indicatori Demografici*
- Istat, *Conti Economici Trimestrali*
- Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
- Istat, *Conti Economici Nazionali*
- Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 21 ottobre 2014
- Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*, 3 novembre 2014
- Istat, *Occupati e disoccupati*
- Istat, *Pil e indebitamento AP*
- Istat, *Prezzi al consumo*
- Istat, *Stima preliminare del Pil*
- I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanza 2014*, 30 settembre 2014

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Per gli adeguamenti al SEC 2010 la Nota di Aggiornamento al DEF sarà pronta il primo ottobre*, Comunicato stampa n. 199 del 20 agosto 2014

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro Moody's, *Global Macro Outlook 2014-16. Lower global growth for longer*, 10 novembre 2014

Moody's, *Moody's: Italy's accelerated reform efforts and fiscal strengths offset credit impact of return to recession*, 19 ottobre 2014

Moody's, *Moody's maintains negative outlook on France's Aa1 government bond rating; affirms rating*, 19 settembre 2014

Moody's, *Moody's maintains negative outlook on France's Aa1 government bond rating; affirms rating*, 19 settembre 2014

Moody's, *Moody's upgrades Greece's government bond rating to Caa1 from Caa3*, 1 agosto 2014

Moody's, *Moody's upgrades Portugal's government bond rating to Ba1 and assigns stable outlook*, 25 luglio 2014

Ocse, *Advance G-20 Release: OECD Economic Outlook*, 6 novembre 2014

Standard & Poor's, *Ratings On Spain Affirmed At 'BBB/A-2'; Outlook Stable*, 14 novembre 2014

Standard & Poor's, *Finland Long-Term Ratings Lowered To 'AA+' On Weak Economic Growth; Outlook Stable*, 10 ottobre 2014

Standard & Poor's, *France Outlook Revised To Negative; 'AA/A-1+' Ratings Affirmed*, 10 ottobre 2014

Standard & Poor's, *Greece Upgraded To 'B' From 'B-' On Fiscal Adjustment; Outlook Stable*, 12 settembre 2014

Giulio Zanella, *Dissezione della deflazione in Italia: uno sguardo ai dettagli*, Blog Noise from Amerika 1 settembre 2014

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research

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

Autori

Per l'Osservatorio

Maurizio Mazziero

Analista finanziario, Socio ordinario SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto nella costruzione di portafogli diversificati con ETF ed ETC; profondo conoscitore del mercato delle materie prime è responsabile del Comitato di Consulenza di ABS Consulting. Fondatore della Mazziero Research, si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione per Istituti Bancari e Aziende, affiancando quest'ultime nell'attuazione di strategie di copertura dal rischio prezzi. Autore di numerose monografie e libri fra cui la "Guida all'analisi tecnica" è stato recentemente nominato coordinatore del sito Capiredavverolacrisi.com.

Per gli Approfondimenti

Leonardo Baggiani

Risk manager per un primario gruppo bancario italiano, dopo essersi occupato di finanza e analisi del credito. Attivo su vari siti trattando temi economici teorici e di attualità, partecipa ad iniziative divulgative sulla Scuola Austriaca di Economia. Come ricercatore indipendente conta varie pubblicazioni ed è incluso da Wikibéral tra i libéraux italiens.

Silvano Fait

Funzionario commerciale per un primario istituto di credito italiano si occupa di consulenza finanziaria privata. Contributor su temi economici per Chicago Blog, Libertiamo e Linkiesta, attivamente impegnato in iniziative di divulgazione ed approfondimento sulla Scuola Austriaca di Economia, è visiting student presso la Foundation for Economic Education, Irvington-on-Hudson, NY (USA).

Andrew Lawford

Analista finanziario, laureato all'Università di Auckland (Nuova Zelanda), con esperienza decennale nei mercati finanziari, lavorando per intermediari sia nel Regno Unito che in Italia. Si dedica allo studio di investimenti azionari e speculazioni in derivati, con un'attenzione particolare al mercato delle materie prime.

Gabriele Serafini

Ricercatore e docente di Statistica economica e Storia del pensiero economico dell'Università degli studi Niccolò Cusano di Roma, è docente senior presso la LUISS Business School – Divisione della LUISS Guido Carli. Fra le sue recenti pubblicazioni, una monografia sul pensiero di Irving Fisher quale precursore della moderna teoria della finanza e una che pone a confronto le concezioni economiche delle Teorie del rischio e della Teoria di portafoglio.

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

Vanzago, 17 novembre 2014

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

MAZZIERO RESEARCH – Copyright ©2014 – Tutti i diritti riservati