

Quaderno di Ricerca

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Italia economia a fine 2014

MAZZIERO RESEARCH
Copyright ©2015 – Tutti i diritti riservati

Sommario

Introduzione	Pag. 2
I rating	Pag. 3
Il debito pubblico	Pag. 6
I contributi per la stabilità	Pag. 10
Le entrate e le uscite	Pag. 12
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 13
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 commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 36
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 40
Conclusioni	Pag. 48
Bibliografia	Pag. 49

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
	Andrew Lawford
	Gabriele Serafini

Introduzione

L'Osservatorio si ripresenta al consueto appuntamento trimestrale affacciandosi al quinto anno di pubblicazione.

Anche in questo numero andremo ad esaminare i dati economici del nostro Paese mantenendo un occhio vigile a quanto viene annunciato e quanto risulta effettivamente dai dati.

Per questo già da tempo il nostro studio si presenta ricco di grafici e tabelle, ed elenca in modo sintetico ed evidente quelli che sono “i fatti”, senza far mancare peraltro i nostri commenti.

Gli approfondimenti, in parte brevi attraverso riquadri nelle sezioni dell'Osservatorio e in parte ben documentati in forma di dossier aggiuntivi, costituiscono un'importante complemento di studio sulle condizioni economiche del nostro Paese.

Nel tempo abbiamo cercato di rendere questo Osservatorio sempre più completo con uno sforzo che, per una piccola realtà come la Mazziero Research, impiega tempo e risorse, ma che nel contempo ci riempie di orgoglio.

Continueremo a mettere a disposizione di tutti questo studio gratuitamente, al tempo stesso a cinque anni dall'inizio di questa avventura ci piacerebbe stringere qualche alleanza che ci consentisse una maggiore diffusione per raggiungere un pubblico ancora più ampio.

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	AA+	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Belgio	AA	Stabile	AA	Negativo	Aa3	Stabile	A+	Stabile
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	AA+	Stabile
Francia	AA	Negativo	AA	Stabile	Aa1	Negativo	A+	Negativo
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Grecia	B-	Negativo	B	Negativo	Caa1	In revisione	CC	Stabile
Irlanda	A	Stabile	A-	Stabile	Baa1	Stabile	BBB	Stabile
Italia	BBB-	Stabile	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+	Stabile
Portogallo	BB	Stabile	BB+	Positivo	Ba1	Stabile	BB	Stabile
Regno Unito	AAA	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Negativo	A+	Stabile
Slovacchia	A	Positivo	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

- 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 a 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.
- 14 novembre 2014, Fitch rivede l'outlook del Belgio da stabile a negativo.
- 21 novembre 2014, Fitch conferma la Grecia a B, con outlook stabile.
- 21 novembre 2014, S&P conferma l'Olanda ad AA+, con outlook stabile.
- 5 dicembre 2014, S&P declassa l'Italia a BBB-, con outlook stabile.
- 5 dicembre 2014, S&P promuove l'Irlanda ad A, con outlook stabile.
- 12 dicembre 2014, Fitch declassa la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 12 dicembre 2014, Fitch conferma il Regno Unito ad AA+, con outlook stabile.
- 12 dicembre 2014, S&P conferma il Regno Unito ad AAA, con outlook stabile.
- 12 dicembre 2014, DBRS conferma la Grecia a B, outlook stabile.
- 16 dicembre 2014, Fitch declassa l'EFSF ad AA, con outlook stabile.

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

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

- 9 gennaio 2015, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 9 gennaio 2015, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 16 gennaio 2015, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 16 gennaio 2015, Fitch rivede l'outlook della Grecia da stabile a negativo.
- 9 gennaio 2015, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 28 gennaio 2015, S&P rivede l'outlook della Grecia da stabile a negativo.
- 30 gennaio 2015, S&P conferma la Slovacchia ad A, con outlook positivo.
- 30 gennaio 2015, Fitch conferma il Belgio ad AA, con outlook negativo.
- 6 febbraio 2015, Fitch conferma la Croazia a BB, con outlook stabile.
- 6 febbraio 2015, S&P declassa la Grecia a B-, con outlook negativo.
- 6 febbraio 2015, Moody's pone il rating della Grecia in revisione per declassamento.
- 13 febbraio 2015, Fitch declassa l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 13 febbraio 2015, Fitch conferma l'Irlanda ad A-, con outlook stabile.

Il commento

Tornano le preoccupazioni nell'Eurozona, con la Grecia ancora una volta nell'occhio del ciclone dopo la vittoria di Tsipras alle elezioni di fine gennaio. I negoziati sulla dilazione del debito presentano ancora forti incertezze, mentre le banche versano in una crisi di liquidità.

Per questi motivi S&P dopo aver riportato a negativo l'outlook ha declassato il merito di credito a B-, un giudizio che evidenzia i tempi stringenti per poter giungere a un accordo in ambito europeo. Moody's, invece, ha posto il rating sotto revisione per un declassamento.

Per quanto riguarda l'Italia i giudizi sembrerebbero volti a un graduale miglioramento, dopo il declassamento di S&P agli inizi di dicembre.

Secondo Fitch in una nota del 4 febbraio, la rapida elezione del Presidente Sergio Mattarella dovrebbe permettere al Governo e al Parlamento di focalizzarsi sulle riforme economiche e istituzionali. Restano in ogni caso le cautele per le deboli prospettive di crescita, che potrebbero incidere negativamente sul giudizio da parte dell'agenzia, mentre la piena realizzazione di riforme strutturali capaci di rilanciare la crescita andrebbero a sostenere il profilo creditizio del paese.

Secondo S&P, nella nota di accompagnamento alla decisione di declassamento, il nostro Paese dovrebbe uscire dalla recessione all'inizio del 2015, ma con un modesto livello di crescita (circa 0,2% rispetto alle precedenti stime dell'1,1%).

Nel periodo 2014-2017 il deficit dovrebbe mediamente aggirarsi nel 2,7% del PIL, al di sopra delle precedenti stime del 2,5% e di quelle medie del governo del 2,1%.

Sempre secondo S&P è lodevole il tentativo di ridurre la pressione fiscale sul lavoro, ma sono necessari ulteriori interventi di revisione della spesa per rendere strutturali questi provvedimenti.

Pur essendo queste azioni dei validi stimoli anticiclici, l'Italia mantiene una scarsa flessibilità fiscale, a causa soprattutto della carente crescita del PIL, che costringe il Paese a restare ancorato a politiche monetarie espansive e al finanziamento mediante bassi tassi di interesse nominali.

S&P conclude dicendo che le valutazioni sull'Italia sono supportate dalla presenza di un Paese con un'economia ricca e diversificata e con una forte posizione patrimoniale sull'estero rispetto ad altre nazioni inserite nella categoria a tripla B. Il rating e l'outlook stabile assegnato riflette l'aspettativa che il Governo italiano porti avanti riforme di bilancio e azioni di stimolo alla crescita strutturale e che nel contempo i bilanci delle famiglie rimangano abbastanza forti da assorbire ulteriori aumenti del debito pubblico.

Un giudizio quindi ottimistico da un lato, ma interlocutorio nel verificare l'effettiva attuazione delle riforme strutturali; piuttosto sibillina l'ultima frase nel riferimento ai bilanci delle famiglie, siamo certi che ciascuno sarà in grado di comprendere il tipo di sostegno che potrebbe essere chiesto a quest'ultime.

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2013		2014	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.022.973	33.389	2.089.806	21.078
Febbraio	2.017.416	-5.557	2.107.270	17.464
Marzo	2.035.288	17.872	2.120.143	12.873
Aprile	2.042.073	6.785	2.146.374	26.231
Maggio	2.075.217	33.144	2.166.341	19.967
Giugno	2.075.837	620	2.168.425	2.084
Luglio	2.073.043	-2.794	2.168.600	175
Agosto	2.060.456	-12.587	2.148.395	-20.205
Settembre	2.067.902	7.446	2.134.017	-14.378
Ottobre	2.084.966	17.064	2.157.533	23.516
Novembre	2.104.131	19.165	2.160.114	2.581
Dicembre	2.068.728	-35.403	2.134.947	-25.167
Incremento		79.144		66.219

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

I fatti

- Debito a dicembre 2014: 2.135 miliardi.
- L'incremento del debito da inizio 2014 è di 66,2 miliardi, nel medesimo periodo del 2013 era stato di 79,1 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente all'1 gennaio 2015, è di 35.110 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 835 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 64,2%, quasi il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 32,6%.

Il commento

Il 2014 si chiude con un debito pubblico di 2.135 miliardi, in aumento di 66,2 rispetto al 2013; non possiamo dire che si tratti di un dato confortante, ma dobbiamo rilevare che si tratta di un aumento annuale del debito inferiore di 13 miliardi rispetto ai 79,1 miliardi dello scorso anno.

Dalla **Tabella 3** dove vengono riportate le variazioni mensili si potrà notare che nel solo mese di dicembre 2014 il debito pubblico è diminuito di 25 miliardi.

Per quale motivo si è avuta una riduzione così consistente?

Le possibilità sono diverse e potremmo senz'altro attribuire questo miglioramento ai versamenti delle imposte a dicembre, in particolare i tributi locali; proprio il fatto che questi tributi vengano versati centralmente e poi trasferiti in un secondo momento può migliorare anche il fabbisogno.

Ma a parte ciò, non è escluso, e lo abbiamo più volte accennato dalle pagine di questo Osservatorio, che vengano poste in essere delle attività di *maquillage* che migliorino per la chiusura dell'anno i conti pubblici.

Infatti, se si vanno ad esaminare i valori del debito mensile degli ultimi 5 anni possiamo notare che 5 volte su 5 il debito di dicembre presentava una diminuzione rispetto a quello di novembre, per poi aumentare nel gennaio successivo.

(Milioni di Euro)	2010	2011	2012	2013	2014
Novembre	1.874.317	1.912.389	2.020.668	2.104.131	2.160.114
Dicembre	1.851.217	1.906.737	1.989.584	2.068.728	2.134.947
Gennaio	1.887.915	1.943.349	2.023.801	2.089.806	(stima) 2.160.596

*Tabella 4: Debito pubblico dei mesi novembre, dicembre e gennaio degli ultimi 5 anni.
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La **Tabella 4** dimostra quanto sopra affermato presentando i valori del debito pubblico dal 2010 sino al 2014, e includendo una stima del debito di gennaio 2015, che verrà reso noto nel prossimo mese di marzo.



*Figura 1: Andamento debito pubblico dal 2013 e stima valore gennaio 2015
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)*

La **Figura 1** riporta invece il grafico dell'andamento del debito pubblico dal 2013 ad oggi, in grigio la stima per il mese di gennaio, mentre il **Riquadro 1** riporta la proiezione del debito pubblico a gennaio.

Riquadro 1

Stime debito pubblico per il mese di gennaio 2015

I modelli previsionali della Mazziere Research stimano un debito pubblico per il mese di gennaio 2015 compreso in una forchetta tra 2.155 e 2.166 miliardi, con un minor grado di confidenza è possibile attendersi un debito intorno a 2.161 miliardi.

Debito pubblico 2014: ripartizione tra Amministrazione centrale ed Enti Locali

Dal Comunicato stampa della Banca d'Italia del 13 febbraio 2015

Al 31 dicembre del 2014 il debito delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari a 2.134,9 miliardi. A fine 2013 il debito era pari a 2.068,7 miliardi (127,8 per cento del PIL).

L'aumento del debito nel 2014 (66,2 miliardi) è stato di poco superiore al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (65,8 miliardi). Gli scarti e i premi di emissione hanno contenuto il debito per 8,7 miliardi, compensando quasi interamente l'incremento determinato dalla crescita delle disponibilità liquide del Tesoro (8,6 miliardi, a 46,3) e dalle variazioni dei cambi (0,5 miliardi).

Con riferimento alla ripartizione per sottosettori, il debito delle Amministrazioni centrali è cresciuto di 75,6 miliardi, a 2.035,6, mentre quello delle Amministrazioni locali è diminuito di 9,4 miliardi, a 99,2; il debito degli Enti di previdenza è rimasto sostanzialmente invariato.

In rapporto al PIL, il debito dovrebbe essersi mantenuto entro i limiti di Maastricht, tuttavia non si può escludere una procedura di infrazione per deficit eccessivi che potrebbe essere avviata a marzo prossimo.

Infatti, è stato chiesto all'Italia di adottare "misure efficaci" per aumentare lo sforzo di riduzione del deficit strutturale. L'Eurogruppo a dicembre ha dato atto a Roma degli sforzi già compiuti finora in questo senso ma, per bocca del presidente Djisselbloem, ha fatto sapere che l'Italia deve impegnarsi da qui a marzo - quando la Commissione europea darà il giudizio ultimo sul bilancio italiano del 2015 - per arrivare ad un miglioramento del deficit strutturale pari allo 0,5% del Pil.

Il Ministro delle Finanze Padoan ha comunque dichiarato agli inizi di dicembre, che il debito inizierà a diminuire nel 2016 e ha ripetutamente ricordato che risulta perfettamente sostenibile per un Paese come il nostro.

(Miliardi 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	2.068.728	79.144	3,98%	1,30%
Anno 2014	2.134.947	66.219	3,20%	0,20%
Incremento		834.606	64,18%	32,60%

*Tabella 5: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a dicembre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Per quel che ci riguarda, alla Mazziero Research, pensiamo che la sostenibilità del debito difficilmente possa essere decretata dal debitore, ma piuttosto dai creditori e quindi dal mercato. Sarebbe sufficiente infatti un innalzamento di due punti percentuali dei rendimenti per mettere a repentaglio le coperture di bilancio e far esplodere i costi del servizio del debito (ovvero gli interessi pagati sui titoli di Stato).

E proprio il bilancio dello Stato si potrebbe trovare influenzato da costi che poco hanno a che fare con le attività istituzionali di un Paese, ma che riguardano piuttosto i salvataggi bancari.

Il primo aspetto riguarda Banca Monte dei Paschi di Siena, che a causa di una perdita record di 5,34 miliardi sarà in grado di pagare interessi sui Monti Bond solo attraverso nuove azioni, tramutando così lo Stato da creditore ad azionista della banca.

Il secondo riguarda l'istituzione di bad bank a cui trasferire i crediti in sofferenza delle banche per liberarne i bilanci; i contorni sono ancora molto sfumati, ma per abbattere 50 dei 184 miliardi di sofferenza potrebbero rendersi necessari 8 miliardi di garanzie statali.

Ancora una volta ci si trova di fronte al malcostume, peraltro non solo italiano, di ripianare i debiti delle banche con i soldi delle tasse dei cittadini; una mano caritatevole che funziona sempre solo in un senso, visto che quando le banche fanno profitti li mantengono per se stesse.

Prosegue nel frattempo, il pagamento dei debiti della Pubblica Amministrazione verso le imprese, non sarà mai troppo presto visto che stiamo parlando di debiti maturati prima del 31 dicembre 2013. Tuttavia il MEF precisa che: "si va esaurendo lo stock di debito "patologico" accumulato dalle Amministrazioni, che hanno quindi rallentato la richiesta di fondi e stanno utilizzando le risorse già ricevute per versare il dovuto ai fornitori.

Questa dinamica lascia intendere che il problema del debito scaduto e in ritardo di pagamento delle Pubbliche Amministrazioni, che aveva fatto registrare un forte aumento nel triennio 2009-2011, sia sostanzialmente risolto e che la cifra stanziata sia più che adeguata ad esaurire il pagamento dei debiti accumulati al 31 dicembre 2013."

TABELLA DI SINTESI (dati in milioni di euro)

Pagamento debiti delle Pubbliche Amministrazioni maturati entro il 31/12/2013				
Enti debitori	Risorse stanziare	Risorse erogate agli enti debitori	Pagamenti effettuati ai creditori	
Stato (*)	7.000	7.000	5.753	
Regioni e Province autonome	33.189	24.022	21.681	
Province e Comuni	16.100	11.788	9.049	
Importi totali (valori assoluti)	56.289	42.810	36.483	
Importi totali (in percentuale delle risorse stanziare)		76%	65%	

(*) Gli importi includono 6.500 milioni stanziati ed erogati per rimborsi fiscali non classificati secondo il tipo di ente debitore (pagati per circa 5.200 milioni).

Tabella 6: Pagamento debiti delle P.A. maturati entro il 31/12/2013
(Fonte MEF)



Figura 2: Aggiornamento al 30 gennaio 2015 del pagamento dei debiti PA

Il ministro Padoan ha dichiarato nel dicembre scorso che il 2015 sarà anche l'anno in cui riprenderanno le privatizzazioni; verranno poste sul mercato quote di Poste, Enav e "probabilmente" Fs, a cui si aggiungerà una nuova tranches di Enel, con un "timing" che verrà comunque deciso in relazione alle condizioni della Borsa. L'obiettivo dovrebbe essere quello di recuperare 10 miliardi attraverso la quotazione del 40% di Poste, il 49% di Enav e intorno al 40% di Fs.

Segnaliamo anche il recentissimo [Progetto di Riforma sul Patrimonio](#), predisposto da Maurizio Mazziero e pubblicato dal sito Capiredavverolacrisi.com, in cui si presenta un piano che libera 85 miliardi in sette anni sino al 2021, assicurando introiti a regime per 15 miliardi l'anno; la riforma consentirebbe di evitare gli aumenti fiscali previsti e ridurre o azzerare alcune imposte.

I contributi per la stabilità

Nella **Tabella 7** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia; le somme sono invariate rispetto al terzo trimestre del 2014.

(Milioni di Euro)	Prestiti bilaterali	Contributi EFSF	Contributi ESM	Totale
Anno 2010	3.909			3.909
Anno 2011	8.498	3.110		11.608
Anno 2012	10.007	26.925	5.732	42.664
Anno 2013	10.008	34.148	11.465	55.621
Anno 2014	10.008	35.990	14.331	60.329

Tabella 7: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino a dicembre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

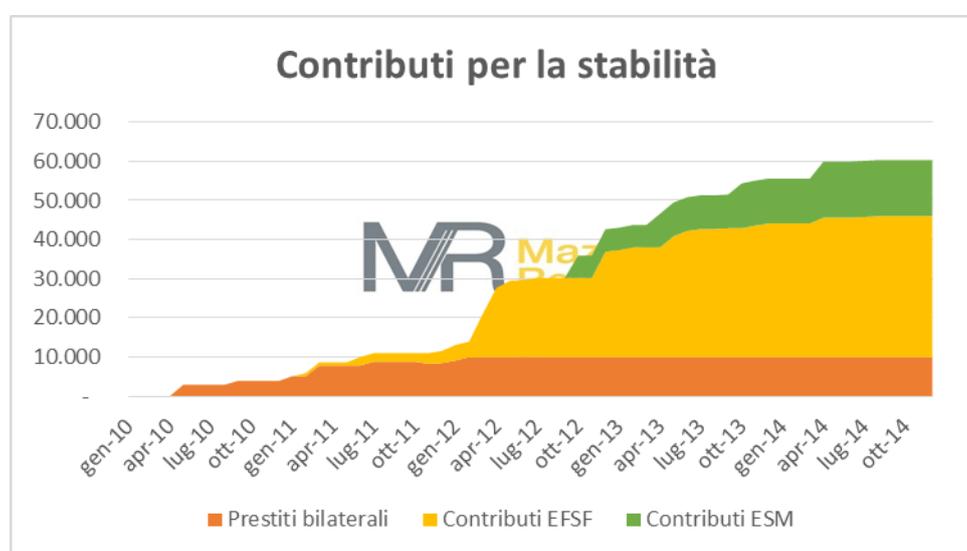
Riquadro 3

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

Contributi EFSF: versamenti al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

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

La **Figura 3** 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 3: Progressione contributi versati dall'Italia sino a dicembre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Riquadro 4

Quanto costa il sostegno finanziario ai paesi dell'area euro

Dal Comunicato stampa della Banca d'Italia del 13 febbraio 2015

Sul fabbisogno ha inciso per 4,7 miliardi il sostegno finanziario ai paesi dell'area dell'euro (13 miliardi nel 2013). Complessivamente nel quinquennio 2010-14 il contributo italiano al sostegno finanziario ai paesi dell'area dell'euro è stato pari a 60,3 miliardi: sono stati concessi prestiti bilaterali alla Grecia per 10 miliardi nell'ambito del primo programma di aiuti; il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM) è stato pari a 14,3 miliardi (2,9 nel 2014); la quota di pertinenza dell'Italia degli aiuti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) è stata pari a 36 miliardi (1,8 nel 2014). Di questi ultimi, 27,2 miliardi sono stati concessi alla Grecia nell'ambito del secondo programma, 5,2 al Portogallo e 3,5 all'Irlanda.

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	30.897	33.124	-2.227
Novembre	33.563	71.064	-37.501	34.359	46.973	-12.614
Dicembre	95.007	75.595	19.412	90.235	101.800	-11.565
Incremento	464.822	548.639	-83.817	464.839	540.219	-75.380

Tabella 8: Andamento entrate e uscite statali dal 2013 a dicembre 2014
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Nel 2014 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 75,4 miliardi.
- Il disavanzo nel 2013 era stato di 83,8 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2014 è stata di 38,7 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2013 è stata di 38,7 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2014 è stata di 45,0 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2013 è stata di 45,7 miliardi.
- Le entrate tributarie nei primi 11 mesi del 2014 presentano un lieve aumento pari allo 0,7% (2,4 miliardi) rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente. Calano dello 0,4% (-1,3 miliardi) quelle dello Stato, mentre aumentano del 5,3% (2,3 miliardi) quelle degli enti territoriali.

Il commento

La **Tabella 8** 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.

Già da un primo esame è possibile osservare come la somma delle entrate nel 2014 sia stata pressoché la medesima del 2013; mentre la somma delle uscite è stata inferiore di circa 8 miliardi rispetto all'anno precedente.

Ne consegue quindi che la media delle entrate è aumentata seppur di poco (1 milione), mentre la media delle uscite è diminuita di 702 milioni, come riportato dalla **Tabella 9**; il risultato quindi si ripercuote in un minor aumento del debito pubblico rispetto al 2013, come già evidenziato nella **Tabella 3**.

Entrate	Uscite	Differenza
1	-702	703

Tabella 9: Scostamento su media entrate e uscite mensili tra 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	68.836	4,51%
Anno 2011	1.586.741	6,99	76.414	4,82%
Anno 2012	1.638.724	6,62	84.074	5,13%
Anno 2013	1.722.670	6,43	78.201	4,54%
Anno 2014	1.782.233	6,38	78.754	4,42%
Gennaio 2015	1.813.283	6,39	NA	NA

Tabella 10: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a gennaio 2015
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

I fatti

- Circolante titoli di Stato a gennaio 2015 pari a 1.813 miliardi.
- Massimo storico circolante a 1.822 miliardi segnato a luglio 2014.
- Vita media residua a 6,39 anni, poco sopra ai minimi degli ultimi 7 anni (6,31).
- Tassi di interesse medi a ottobre: BOT 0,20%, BTP 1,82%, CCT 0,74.

Il commento

Lo stock di titoli circolanti si mantiene a un livello elevato: 1.813 miliardi e poco al di sotto del massimo storico di 1.822; contenuta invece la vita media pari a 6,39, secondo alcune dichiarazioni sul finire del 2014 il Dipartimento del Tesoro sarebbe propenso ad un allungamento, favorito anche dal programma di acquisti dei titoli pubblici denominato *Quantitative Easing*, di cui si parlerà diffusamente nella sezione degli Approfondimenti. Continua inoltre la discesa dei rendimenti dei titoli di Stato, come illustrato nella **Figura 5**, il **Riquadro 5** riporta inoltre il consueto calcolo del rendimento di un investimento in Bot annuali.

Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 11** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse medio di gennaio 2015 calcolato dalla Banca d'Italia pari allo 0,20%.

Elenco costi		Rendimento BOT Annuale	0,2000%
Ritenuta fiscale	0,0250%		
Bollo conto titoli	0,2000%		
Commissione bancaria	0,1500%		
Decurtazione da inflazione	0,0001%		
		Costi	0,3751%
		Rendimento netto	-0,1751%

*Tabella 11: Calcolo rendimento netto di un investitore in Bot
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

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

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

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

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

Dove: r = tasso di rendimento lordo;

i = tasso d'inflazione del periodo fra la sottoscrizione e la scadenza.

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

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

Quindi la **Tabella 11** mostra che a fronte di un rendimento lordo dello 0,20% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,1751%.

Investimento in BOT	1.000,00
Rendimento BOT Annuale	2,00
Costi	3,75
Rendimento netto	- 1,75

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

La **Tabella 12** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno 2 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 3,75 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 1,75 euro di tasca propria.



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

Più volte abbiamo riconosciuto che il Dipartimento del Tesoro diretto dalla Dott.ssa Maria Cannata, oltre ad avere un compito ingrato, ha ormai raggiunto un livello notevole di competenza, caratteristica necessaria per poter manovrare un transatlantico (il nostro debito) in un golfo di dimensioni a geometria variabile (il mercato dei titoli governativi) e soggetto a ciclici prosciugamenti oltreché agli umori di coloro che lo frequentano. Molto spesso l'opera di rimpiazzo e collocamento dei titoli di Stato deve essere svolta con scaltrezza e lungimiranza: emissioni indicizzate, concambi per gestire la duration, collocamenti in valuta e perché no, anche una dose di derivati. Nel **Riquadro 6** viene riportato un breve dossier sui derivati di Stato, un argomento che è stato possibile trattare anche grazie ai recenti documenti che si sono resi disponibili e che sono elencati, come tutte le fonti del nostro Osservatorio, in Bibliografia.

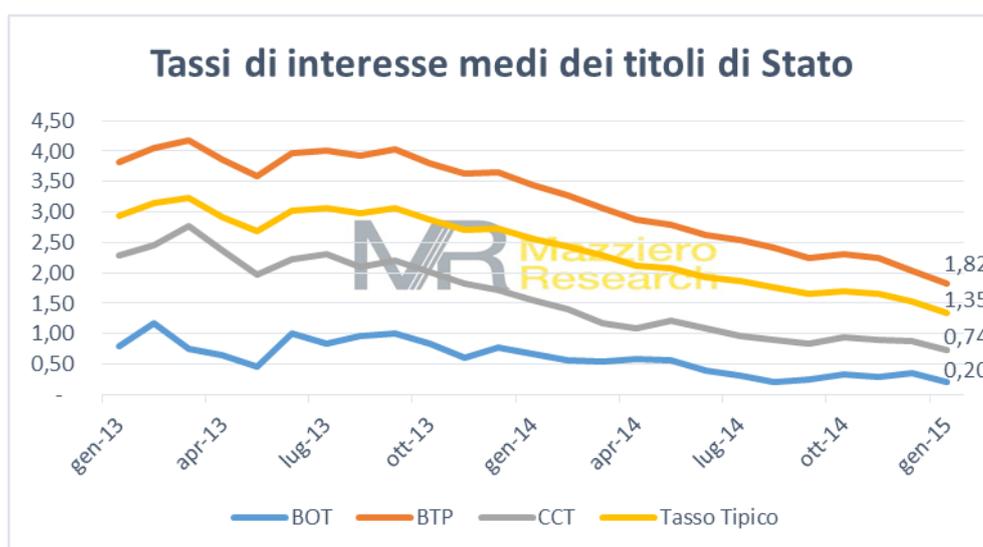


Figura 5: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da gen. 2013 a gen. 2015
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I derivati di Stato

Dall'Audizione: Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati, 13 febbraio 2015

I derivati degli enti territoriali al 31 dicembre 2014:

- 433 contratti derivati detenuti da 216 enti;
- Valore nozionale al momento della stipula di circa 24,767 miliardi di euro;
- Circa il 61% del valore nozionale con controparti estere;
- Il restante 39% con banche italiane o filiazioni italiane di intermediari esteri.

Relativamente agli enti in possesso di derivati:

- Regioni: 14,915 miliardi (60% del nozionale complessivo);
- 30 comuni capoluogo: 5,988 miliardi (24% del nozionale);
- 32 province con 2,415 miliardi (10%);
- 137 comuni non capoluogo con 1,449 miliardi (6%).

Anche nel 2014 è proseguita la tendenza alla cancellazione delle operazioni derivate:

- 16 contratti estinti per un nozionale complessivo di 1,253 miliardi;
- 20 contratti giunti a scadenza naturale con un nozionale di circa 245,6 milioni.

Derivati a fine 2014 per la gestione del debito emesso dalla Repubblica Italiana:

- Valore nozionale 159,6 miliardi;
- A cui si aggiungono 3,5 miliardi di valore nozionale, non riferiti alla gestione del debito, ma alla gestione di posizioni finanziarie attive (su mutui ex CDP in cui lo Stato è diventato parte creditrice dopo la trasformazione di CDP in S.p.A.) disposta dalla legge finanziaria per il 2005.
- Tranne per uno degli swap già di Infrastrutture S.p.A., le controparti in strumenti derivati sono Specialisti in titoli di Stato.

Composizione dei derivati:

- Cross currency swap per circa il 14%;
- Interest rate swap per circa il 72%;
- Swaption per circa il 12%;
- Interest rate swap collegati ad operazioni ex Infrastrutture S.p.A. per circa il 2%. Questi derivano dall'accollo delle passività di detta società (obbligazioni e mutui) e dei contratti derivati ad essi associati disposti dalla legge finanziaria per il 2007.

Nelle Tabelle 13 e 14 (Contrassegnate come Tabelle 3 e 4 nel documento dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio, *I contratti derivati stipulati dalle Amministrazioni pubbliche: caratteristiche e finalità*) vengono riportati per confronto i valori di mercato dei derivati delle Pubbliche Amministrazioni dei paesi UE in termini assoluti e in relazione al PIL.

È così possibile osservare che i valori italiani sono i maggiori di tutti e oltretutto presentano una perdita di quasi 30 miliardi di euro.

Segue alla pagina successiva

Tabella da Ufficio Parlamentare di Bilancio, I contratti derivati stipulati dalle Amministrazioni pubbliche: caratteristiche e finalità, 9 febbraio 2015

Tab. 3 – Valore di mercato delle operazioni in derivati delle Amministrazioni pubbliche nei paesi della UE
(milioni di euro)

Paese	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgio	0	0	0	0	0	0	0	0
Bulgaria	-213	-122	-98	-50	-49	-63	-104	-98
Danimarca	512	72	-135	407	1.060	1.622	1.455	738
Germania	2.313	1.727	1.594	2.445	-16.267	-17.206	-18.202	-16.836
Estonia	nd	nd	1	-2	-2	-2	-2	-1
Irlanda	-40	339	188	394	568	-1.280	-1.829	135
Grecia	-2.387	-3.479	-2.736	-980	-1.311	-2.134	-3.536	-3.897
Spagna	0	0	0	0	0	0	0	0
Francia	-798	-1.894	-1.288	-812	1.061	3.292	951	629
Croazia	0	0	0	0	0	0	0	0
Italia	-22.782	-18.105	-26.806	-21.407	-18.761	-27.602	-34.330	-28.996
Cipro	0	0	0	0	0	0	0	0
Lettonia	2	2	4	-4	16	-49	-51	-70
Lituania	0	0	15	43	78	86	111	49
Lussemburgo	nd	nd	1	3	7	10	5	5
Ungheria	-388	-619	-395	-341	436	1.619	943	-306
Malta	nd	nd	nd	-51	-31	-14	0	0
Paesi Bassi	315	-973	1.651	-225	1.830	9.232	12.849	9.683
Austria	-933	-288	-2.964	-2.109	-1.186	-581	-637	-524
Polonia	21	15	7	8	1.067	985	979	974
Portogallo	-59	-33	-71	-65	74	-504	-803	-1.044
Romania	-473	-288	-600	-538	-279	-16	0	0
Slovenia	4	10	7	5	5	4	-5	-3
Slovacchia	7	8	8	0	0	0	0	0
Finlandia	679	1.419	981	520	1.134	3.188	3.872	2.005
Svezia	3.999	600	-1.514	2.825	4.843	4.964	7.897	4.867

Fonte: Eurostat database, *Financial balance sheets*.

Tabella 13: Valori di mercato delle operazioni in derivati delle PA nei paesi UE

Riportiamo quindi un estratto delle considerazioni dell'economista Gustavo Piga espresse nell'articolo del suo Blog dal titolo [Qualcuno chiede trasparenza sui derivati. Chapeau. Ora ascoltiamo!](#):

La prima tabella (numerata come Tabella 3) mostra come l'Italia sia in assoluto il Paese che in euro ha l'esposizione di mercato negativa più alta dell'Unione europea, stabilizzatasi attorno a trenta miliardi di euro (sì avete capito bene, trenta miliardi, ma basta leggere la tabella) negli ultimi anni. Se l'Italia fosse obbligata dalle controparti bancarie a vendere tutte queste posizioni, il contribuente italiano dovrebbe pagare trenta miliardi di tasse o subire tagli ai servizi sociali di un analogo ammontare. E' possibile e forse probabile che il Tesoro non sia obbligato a venderle, ma siccome è già avvenuto almeno una volta, NON sappiamo la vera entità dell'esposizione veramente a rischio, detto che comunque il numero fa impressione.

Segue alla pagina successiva

Tabella da Ufficio Parlamentare di Bilancio, *I contratti derivati stipulati dalle Amministrazioni pubbliche: caratteristiche e finalità*, 9 febbraio 2015

Tab. 4 – Valore di mercato delle operazioni in derivati delle Amministrazioni pubbliche nei paesi della UE

(in percentuale del PIL)

Paese	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bulgaria	-0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Danimarca	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,7	0,6	0,3
Germania	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
Estonia	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Irlanda	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	-0,7	-1,1	0,0
Grecia	-1,1	-1,5	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	-1,8	-2,1
Spagna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Francia	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Croazia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Italia	-1,5	-1,1	-1,6	-1,4	-1,2	-1,7	-2,1	-1,8
Cipro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lettonia	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Lituania	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1
Lussemburgo	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	0,4	1,7	1,0	-0,3
Malta	nd	nd	nd	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,0
Paesi Bassi	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,3	1,4	2,0	1,5
Austria	-0,4	-0,1	-1,0	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1
Polonia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2
Portogallo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
Romania	-0,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Slovenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Slovacchia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finlandia	0,4	0,7	0,5	0,3	0,6	1,6	2,0	1,0
Svezia	1,2	0,2	-0,5	0,9	1,3	1,2	1,8	1,1

Fonte: Eurostat database, *Financial balance sheets*.

Tabella 14: Valori di mercato rispetto al PIL dei derivati delle PA nei paesi UE

Sempre Gustavo Piga prosegue così:

In percentuale di PIL, così da correggere per la dimensione dell'economia, solo la Grecia, sì la scandalosa Grecia che anche questo Governo pare non voler difendere “perché noi siamo diversi (...)”, ha una esposizione di una simile dimensione alla nostra (Tabella 4), attorno al 2% di PIL. La Svezia, che usa tantissimo i derivati con grande professionalità e trasparenza, è il Paese che ha il valore positivo più alto.



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

Nella **Figura 6** viene mostrata la vita media dei titoli di Stato, il livello è lievemente superiore ai minimi degli ultimi 7 anni.

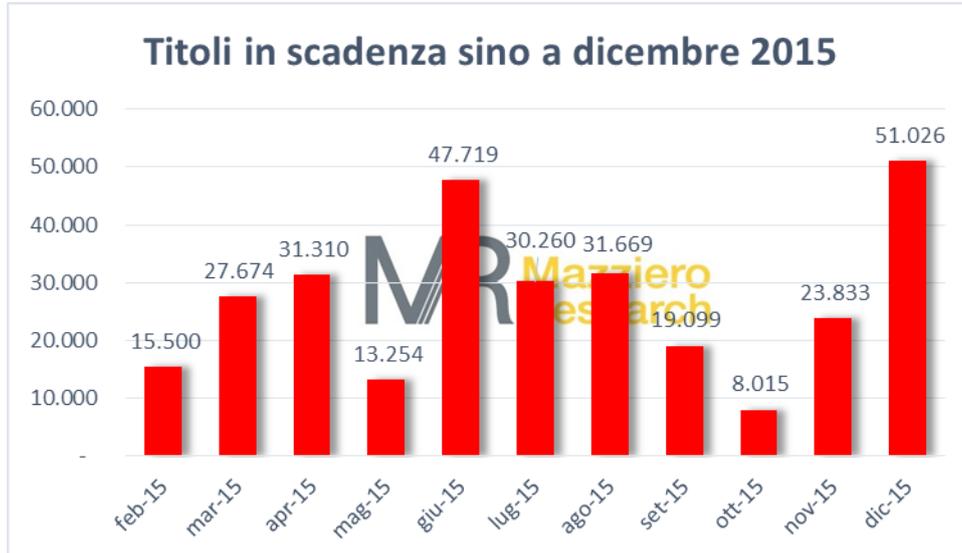


Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2015 (€mln) (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 7** mostra l'ammontare di titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2015, sebbene al momento i mercati non presentino particolari nervosismi si può considerare che rinnovi superiori ai 30 miliardi possono presentare delle sorprese, mentre i mesi di giugno e dicembre 2015 costituiscono dei passaggi piuttosto delicati.

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

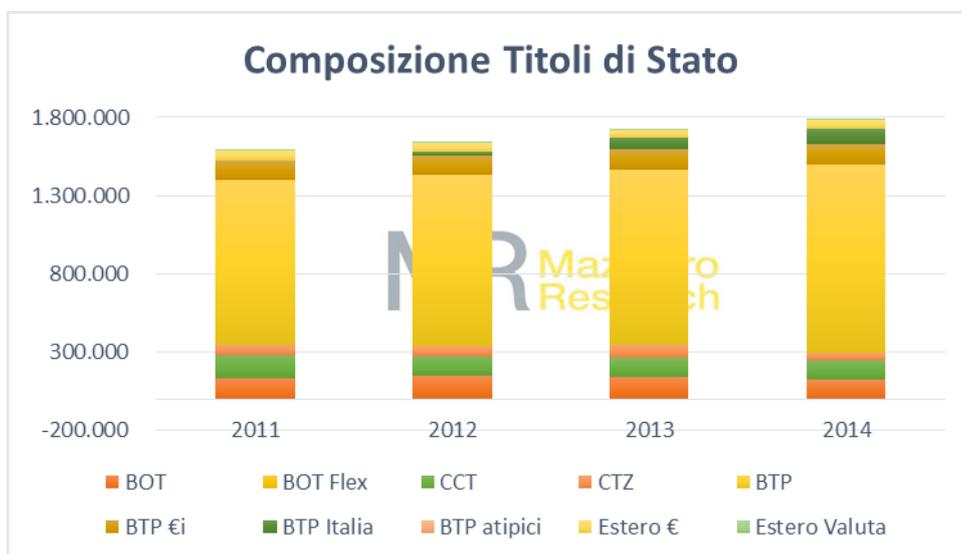


Figura 9: Tipologia dei Titoli di Stato da dicembre 2011 a dicembre 2014
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
132.840	-	120.708	57.727	1.224.678
BTP €i	BTP Italia	BTP atipici	Estero €	Estero Valuta
131.133	94.447	513	48.914	2.323

Tabella 13: Composizione dei Titoli di Stato a gennaio 2015 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

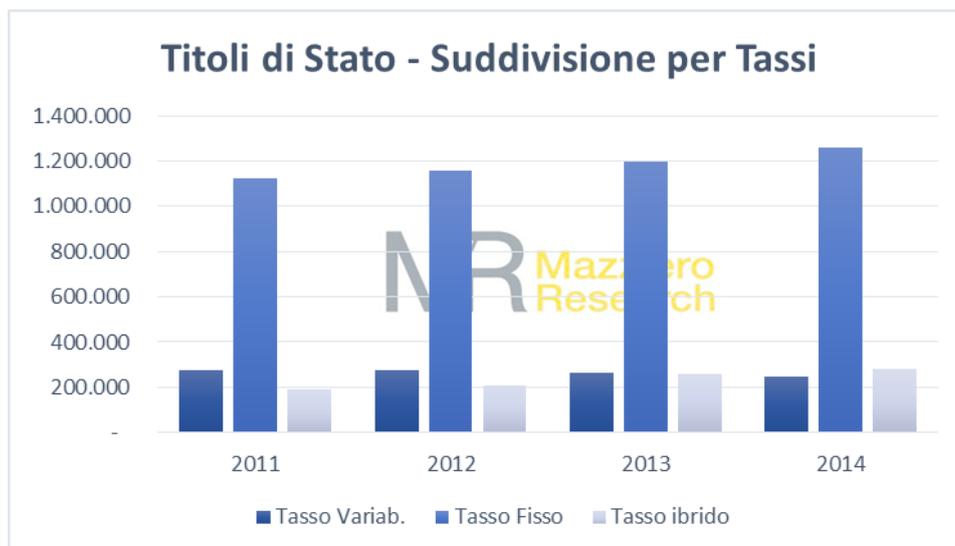


Figura 10: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato da dicembre 2011 a dicembre 2014 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 11** presenta la suddivisione della detenzione di Titoli di Stato per classi di investitori ad agosto 2014, mentre la **Figura 12** 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.

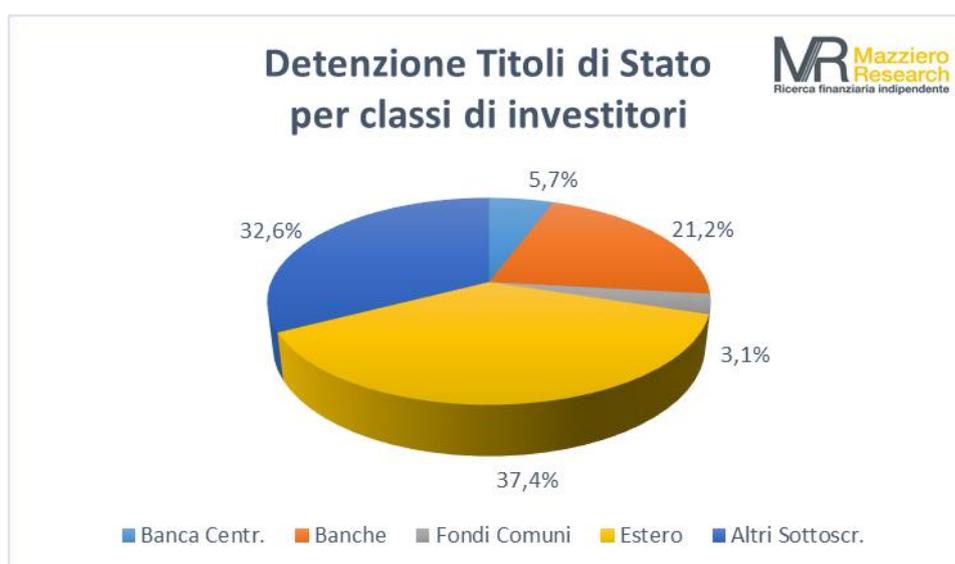


Figura 11: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori ad agosto 2014 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

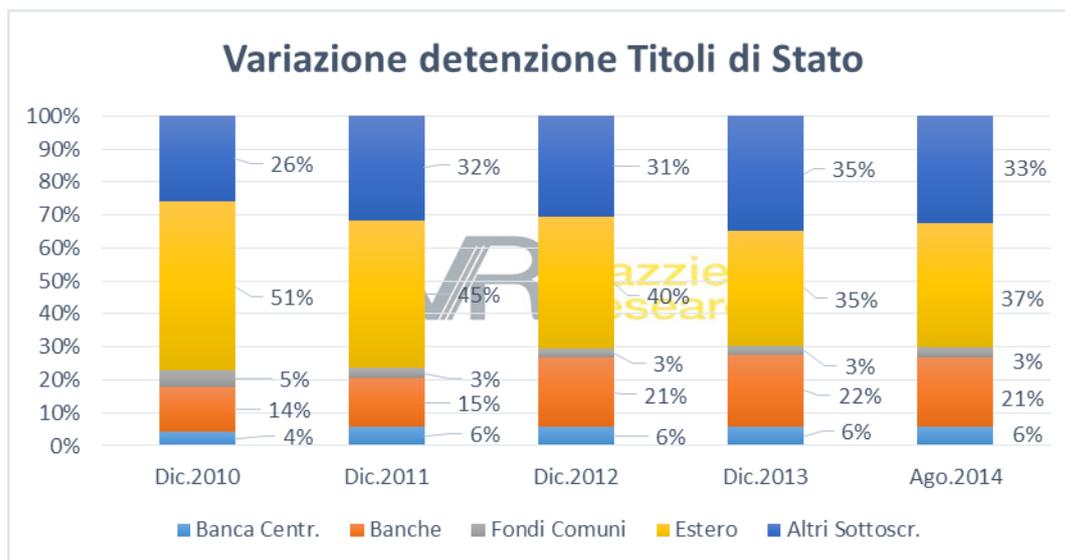


Figura 12: *Variazione nelle classi di detenzione di Titoli di Stato da dic. 2010 a ago. 2014 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	29.489		23%
Riserve verso FMI	3.828		3%
Diritti speciali prelievo	7.648		6%
Oro	87.876		68%
Altre attività di riserva	897		
		129.738	100%
Altre attività in valuta estera	1.410	1.410	

Tabella 14: *Riserve Banca d'Italia a gennaio 2015 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Le riserve ufficiali a gennaio 2015 ammontano a 130 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a ottobre 2014 è un incremento di circa 18 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 68% delle riserve totali.

Il commento

Il forte incremento delle riserve è attribuibile all'incremento dell'oro, in parte derivante dalla quotazione del metallo giallo, ma per larga parte derivante al forte movimento di apprezzamento del dollaro rispetto all'euro.

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			2.134.947			-0,40%
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	2.126.793	3,00%	131,90%	-0,50%
Anno 2015 (st.UE)	1.622.103	9.675	2.157.397	2,60%	133,00%	0,60%
Anno 2016 (st.UE)	1.639.946	17.843	2.163.089	2,00%	131,90%	1,30%
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%	0,40%
Anno 2016 (st.FMI)	1.667.779	43.332	2.175.888	1,20%	134,10%	0,80%
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	2.105.831	3,00%	130,60%	-0,40%
Anno 2015 (st.OCSE)	1.614.041	1.612	2.143.446	2,80%	132,80%	0,20%
Anno 2016 (st.OCSE)	1.630.181	16.140	2.176.292	2,10%	133,50%	1,00%

Elaborazione Mazziario Research su dati degli emittenti

Tabella 15: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2014, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

I fatti

- Nel quarto trimestre il PIL è invariato (0,0%) rispetto al trimestre precedente; è sceso dello 0,3% rispetto al 4° trimestre del 2013.
- La variazione annua del PIL corretto per effetti calendario è pari a -0,4%.
- Il PIL resta del 9,4% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2015 è -0,1%.

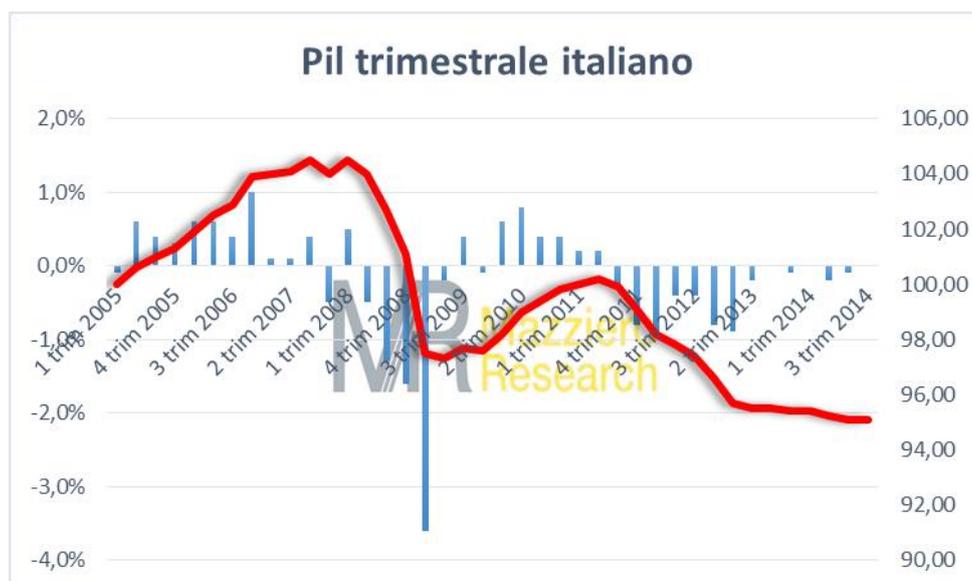


Figura 13: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 4 Trim. 2014 (Elaborazione su dati Istat)

Il commento

Nulla di fatto; nemmeno la modifica del metodo di calcolo del PIL, con l'inclusione delle attività illegali, è riuscito a riportare un segno più nella variazione del PIL trimestrale. Sono ormai 14 trimestri, ben 3 anni e mezzo, che non appaiono segni positivi di crescita e da allora il nostro PIL ha perso nove punti e mezzo percentuali.

Tuttavia da più parti si segnala che il 2015 potrebbe essere l'anno di svolta; lo pensiamo anche noi, ma va detto che il quadro d'insieme resta ancora molto fragile e che senza le riforme e un abbassamento delle tasse la ripresa rimarrà anemica.

Secondo il Fondo Monetario Internazionale la crescita potrebbe essere dello 0,4% quest'anno, stima dimezzata rispetto al precedente 0,8%; anche la Banca d'Italia concorda con uno 0,4%, rispetto allo 0,6% programmatico del Governo, più cauto invece l'Ocse con un modestissimo 0,2%.

Sempre secondo l'istituto di via Nazionale, l'andamento dei conti pubblici nel 2014 è coerente con un deficit intorno al 3% e un debito in salita al 132% del Pil. Le misure espansive della Bce dovrebbero contribuire per 0,5 punti di Pil nel biennio 2015/2016.

Secondo il Centro Studi Confindustria, nel suo bollettino Congiuntura Flash di gennaio, la spinta alla crescita italiana potrebbe essere superiore alle previsioni dovuta alla combinazione favorevole di elementi esterni:

- Crollo del prezzo del petrolio, +0,6% nel 2015 e +1,1% nel 2016;
- Svalutazione del cambio dell'euro, +0,8% nel 2015 e +0,7% nel 2016;
- Accelerazione del commercio mondiale, +0,5% nel 2015 e +0,3% nel 2016;
- Diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine, +0,2% nel 2015 e +0,4% nel 2016.

Sommando i loro effetti, stimati dal CSC sulla base di ipotesi prudenti, si arriva a una spinta per l'Italia pari al 2,1% del PIL nel 2015 e a un aggiuntivo 2,5% nel 2016.

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

Legenda colori
Variatione Trimestrale

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

Tabella 16: PIL trimestrale dal 2005 al 4 Trim. 2014
(Elaborazione su dati Istat)

Da parte nostra pensiamo che probabilmente le stime circolanti non riflettono gli elementi favorevoli citati da Confindustria, come non riflettono una naturale stanchezza da parte della popolazione di vivere in un costante scenario di crisi; la natura umana infatti è in grado di adattarsi alle peggiori situazioni e a innestare dopo un certo tempo un'economia di guerra. Ne consegue che gli scambi commerciali e i consumi, anche grazie alla normale funzione di adattamento dei prezzi, tendano naturalmente a riprendersi riavviando in qualche modo una crescita seppur asfittica.

Tuttavia pensiamo che i fattori esterni favorevoli non possano permanere tutti insieme per un biennio: alcuni potranno farlo, ma altri cesseranno prima e quindi, seppur di buon augurio, ci sembra che le previsioni del Centro Studi Confindustria siano piuttosto ottimistiche.

Non bisogna dimenticare infatti che nel nostro Paese mancano quelle condizioni di flessibilità del mondo del lavoro, tassazione contenuta, burocrazia efficiente, contenimento dei costi energetici, rapidità di risoluzione dei contenziosi che minano alla base la capacità di competere.

Resta il fatto comunque che anche da parte dell'Istat, nella Nota mensile sull'andamento economia di gennaio, si rilevano segnali di un possibile recupero della domanda interna. La produzione industriale, inoltre, dopo la stazionarietà registrata a ottobre, ha mostrato incrementi sia a novembre sia a dicembre.

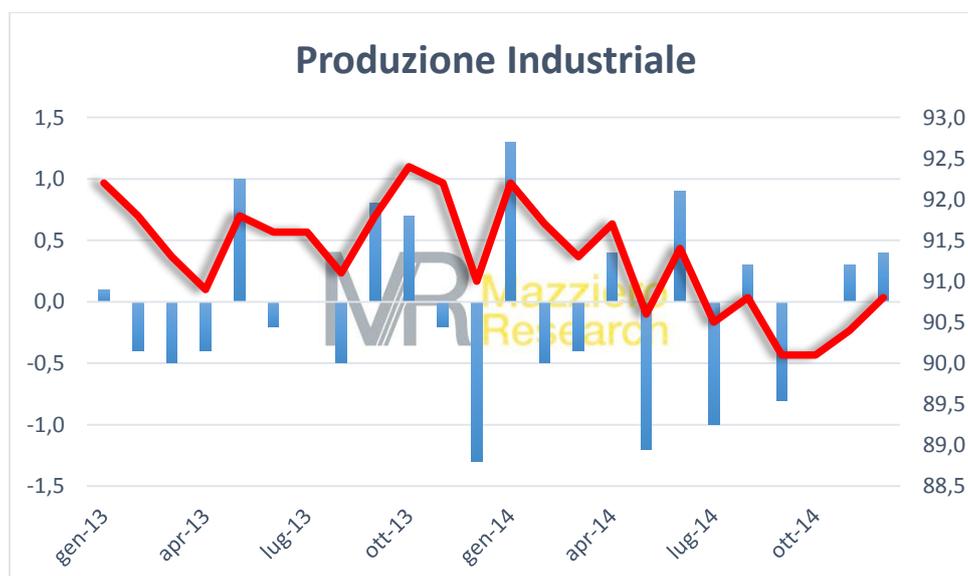


Figura 14: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a dic. 2014
(Elaborazione su dati Istat)

L'inflazione

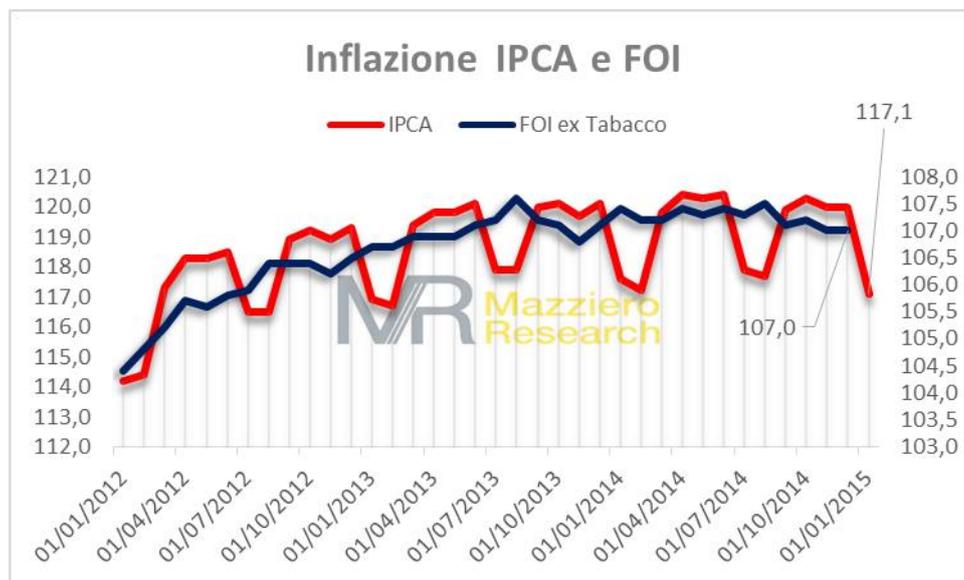


Figura 15: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2012 a gennaio 2015 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso annuo di inflazione IPCA a gennaio è pari al -0,4%, l'Italia è in deflazione.
- Il tasso di inflazione medio IPCA nel 2014 è stato dello 0,2%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2015 è pari al -0,6%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2005, è pari a 117,1, oltre 3 punti al di sotto del massimo storico.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2010, è pari a 107,0, 0,6 punti al di sotto del massimo storico.

Il commento

Persiste in Italia uno scenario deflazionista con un forte ridimensionamento dell'indice IPCA nel mese di gennaio (passato da 120 a 117,1). Già più volte abbiamo commentato (si veda l'Osservatorio [Italia economia a metà 2014](#)) questo movimento ciclico evidente nella **Figura 15** e attribuibile in gran parte ai saldi stagionali di calzature e abbigliamento, non contemplati nell'indice FOI.

Tuttavia la profondità di questo arretramento e la tendenza discendente dell'indice FOI, anch'essa ben visibile nella **Figura 15** ci testimoniano uno scenario ben più acuto delle solite ciclicità.

PROSPETTO 2. INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC, PER TIPOLOGIA DI PRODOTTO
Gennaio 2015, pesi e variazioni percentuali (base 2010=100)

Tipologie di prodotto	Pesi	gen-15 dic-14	gen-15 gen-14	dic-14 dic-13	gen-14 dic-13	Inflazione acquisita
Beni alimentari (incluse bevande alcoliche), di cui:	176.032	0,6	0,1	-0,1	0,4	0,7
Alimentari lavorati	107.365	0,1	0,4	0,3	0,0	0,2
Alimentari non lavorati	68.667	1,4	-0,2	-0,6	0,9	1,8
Beni energetici, di cui:	93.467	-3,7	-9,1	-5,3	0,3	-6,9
Energetici regolamentati	46.766	-1,1	-3,4	-2,0	0,3	-0,9
Energetici non regolamentati	46.701	-6,3	-14,1	-8,0	0,3	-12,2
Tabacchi	21.840	0,0	-0,4	-0,4	0,0	0,0
Altri beni, di cui:	244.136	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Beni durevoli	73.312	0,3	-0,4	-0,4	0,3	0,0
Beni non durevoli	70.570	0,3	0,4	0,3	0,2	0,4
Beni semidurevoli	100.254	-0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1
Beni	535.475	-0,4	-1,5	-0,8	0,3	-0,8
Servizi relativi all'abitazione	80.193	0,0	0,2	0,6	0,4	-0,3
Servizi relativi alle comunicazioni	21.410	0,0	0,3	0,4	0,1	1,3
Servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona	172.405	-0,3	0,6	0,9	0,0	-0,6
Servizi relativi ai trasporti	79.231	-2,4	0,2	2,0	-0,6	-1,5
Servizi vari	111.286	0,2	0,7	0,9	0,4	0,5
Servizi	464.525	-0,5	0,5	1,0	0,1	-0,4
Indice generale	1.000.000	-0,4	-0,6	0,0	0,2	-0,6

Tabella 17: Indici dei prezzi al consumo NIC per tipologia di prodotto
(Fonte: Istat)

La **Tabella 17** mostra l'andamento dell'indice NIC per tipologia di prodotto, in essa è possibile riscontrare che il maggior calo è relativo ai beni energetici, in particolare quelli regolamentati cioè ai carburanti. Di diverso tenore invece i beni alimentari, in particolare quelli non lavorati, che aumentano seppur in modo contenuto.

Quindi l'analisi della deflazione disaggregata per prodotto ci mostra, come abbiamo già commentato nello scorso [Osservatorio](#), che il calo dei prezzi non è dovuto a un calo dei consumi interno, ma all'andamento dei costi energetici notoriamente influenzati da condizioni globali ed esterne al nostro Paese.

Quindi da un lato il ritmo dei consumi del nostro Paese non è ancora deteriorato al punto tale da generare una deflazione interna, dall'altro il calo dei prodotti energetici restituisce potere d'acquisto agli italiani e calмира i costi dei trasporti delle merci che nel nostro Paese avvengono prettamente su gomma.

Secondo una ricerca del Centro Studi Confindustria del 7 febbraio, dal titolo *Il grande vantaggio per l'Italia del petrolio a basso costo*, con il greggio a 45 dollari al barile l'Italia risparmia 24 miliardi di euro all'anno, di cui 10 vengono risparmiati dalle famiglie.

Il rammarico è che tale beneficio inciderà fiscalmente solo per la parte relativa all'Imposta sul valore aggiunto, mentre le accise essendo conteggiate come importo predeterminato per litro non subiranno nessuna riduzione, anzi percentualmente incideranno di più sul prezzo del prodotto iniziale.

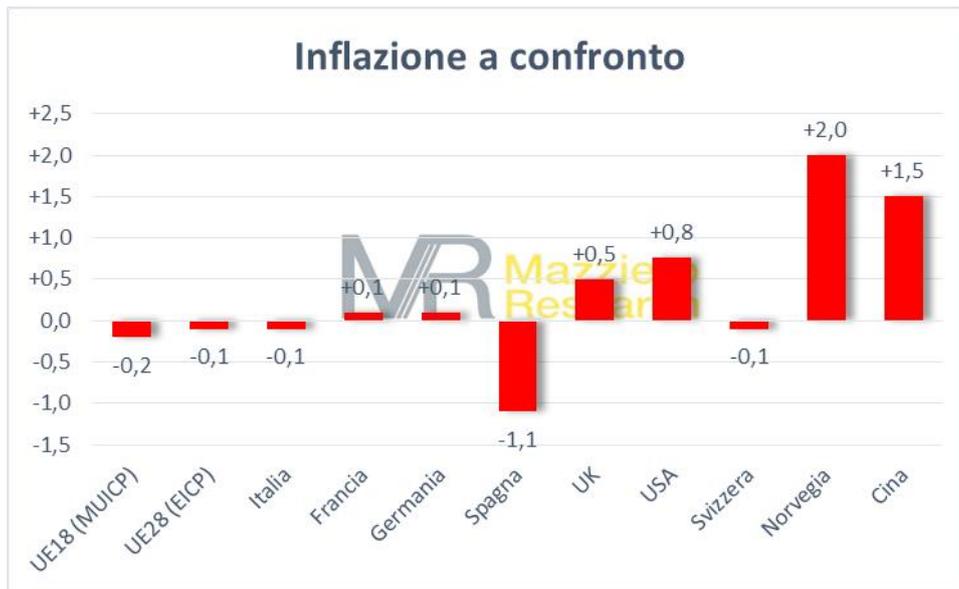


Figura 16: Confronto del livello annuo di inflazione fra vari paesi (Elaborazione su dati Eurostat)

La **Figura 16** mostra invece, come di consueto, il raffronto del valore dell'inflazione fra i vari paesi ed è possibile notare come lo scenario deflativo sia abbastanza diffuso all'interno dell'Eurozona, con un frazionale segno positivo solo per Francia e Germania. Contenuti valori anche per Regno Unito e Stati Uniti, mentre troviamo valori al di sopra della norma per Norvegia e Cina.

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 17: Disoccupazione in Italia da gennaio 2012 a dicembre 2014
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 12,9% a dicembre; record storico 13,4% rilevato a novembre. 42,0% 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: 55,7% della popolazione tra 15 e 64 anni.
- Cassa integrazione: da gennaio a dicembre 2014 autorizzate 1.112 milioni di ore.

Il commento

Forse qualche modesto segnale di miglioramento si inizia a percepire, nel mese di dicembre 2014 si è avuta una riduzione del tasso di disoccupazione (12,9%) dopo che nel mese precedente si era registrato il record storico (13,4%).

Di per sé questo modesto ripiegamento non sarebbe sufficiente ad alcun ottimismo, se non fosse che il tasso di occupazione fosse passato dal 55,5% al 55,7%.

In termini assoluti gli occupati a dicembre sono stati 22 milioni 422 mila, con un incremento di 93 mila rispetto al mese precedente, mentre i disoccupati sono stati 3 milioni 322 mila, con una diminuzione di 109 mila.

Quindi l'esame congiunto di queste due variabili ci farebbe propendere per un, seppur lieve miglioramento, malgrado nel contempo siano aumentati anche gli inattivi di 28 mila unità. Tuttavia proprio questo valore in aumento potrebbe essere interpretato come una rinnovata fiducia di poter trovare una collocazione con conseguente rientro nel mercato del lavoro.

Per comprendere meglio queste variabili si consiglia la lettura dell'articolo [Cosa c'è dietro i numeri sulla disoccupazione](#) pubblicato sul sito [Capiredavverolacrisi.com](#).



Figura 18: Andamento occupazione da gennaio 2013 a dicembre 2014
(Fonte: Istat)

Malgrado un incremento dell'11,3% delle ore di Cassa integrazione guadagni autorizzate a dicembre rispetto al mese precedente, l'intero anno 2014 si è concluso con 1.112 milioni di ore rispetto alle 1.182 milioni del 2013. La **Figura 19** fornisce un quadro riassuntivo della prestazione CIG dal 2005 al 2014 e mostra come tutto sommato ci si trovi ancora su valori piuttosto elevati, facendo ben percepire anche sul lato degli ammortizzatori sociali quale sia stato il danno della crisi a partire dal 2009.

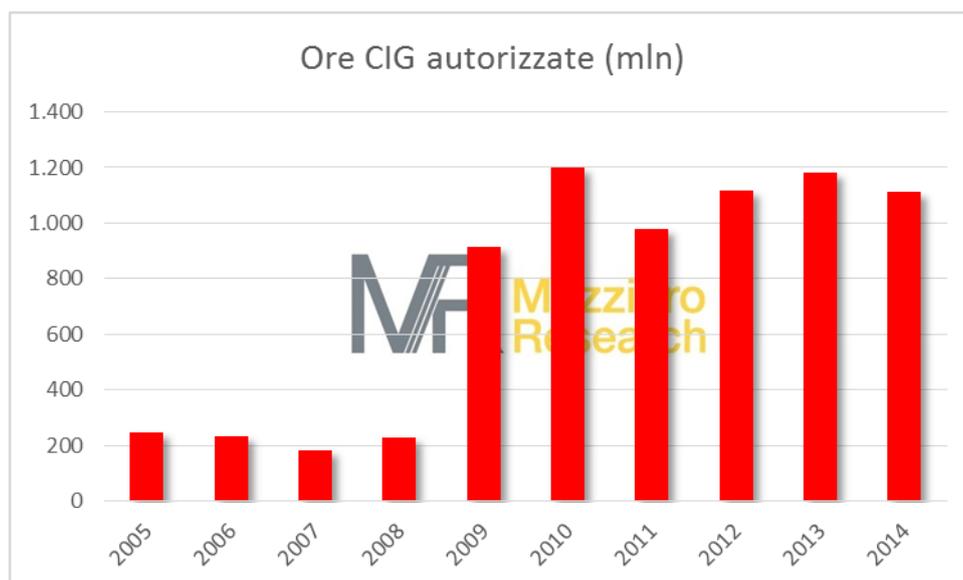


Figura 19: Ore di cassa integrazione autorizzate dal 2005 al 2014
(Fonte: Inps)



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

Per questo, nel nostro report usiamo parametrare le ore di CIG alla disoccupazione e fornire un valore di insieme per i due istituti. È così possibile confrontare la situazione del nostro Paese con gli altri dell'Eurozona, si veda la **Figura 20**; come si potrà notare la disoccupazione italiana sommata alla CIG supera il 15%, a parte la Spagna con oltre il 23%, sia la media europea sia Francia e Germania evidenziano condizioni migliori al nostro Paese.

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

Mario, Tu quoQE!

Il 2015 si è aperto con l'annuncio del Quantitative Easing targato BCE. Su questo strumento è stato detto di tutto di più (di solito trascurando importanti aspetti istituzionali del SEBC), pertanto lo tratterò un po' di rimbalzo mentre tiro velocemente le somme dell'ultimo anno di politica monetaria della BCE e della Federal Reserve. Partiamo con una sintesi dell'evoluzione dell'eurosistema nell'ultimo trimestre.

Bilancio BCE – Dicembre 2014					
(miliardi di euro)					
Attivo		% trim	Passivo		% trim
Finanziamenti	592	+13,9%	Base monetaria	1.317	+9,4%
Titoli	614	+4,4%	Depositi	0,023	+2200%
Esteri	314	+6,4%	Esteri	55	+15,1%
Oro	335	-	FMI	55	+4,0%
Altro	295	-1,6%	Altro	313	-6,9%
			Mezzi propri	410	+3,2%
	2.150	+5,5%		2.150	+5,5%

L'ultimo trimestre del 2014 porta una novità: come non accadeva da metà 2012, il bilancio si è allargato! Ancora prima del Quantitative Easing, i finanziamenti alle banche commerciali sono aumentati, così come l'acquisto di titoli, per un totale di quasi € 98mlrd. Tale quantità di “espansione monetaria” si ritrova nel passivo nell'incremento della Base Monetaria al netto dell'incremento della *Deposit Facility* (il famigerato parcheggio di liquidità che, si diceva, la politica di tassi negativi avrebbe combattuto).

Il cambio di rotta dell'ultimo trimestre è determinante per il risultato di un anno di politica monetaria europea, come evidente dalla seguente tabella.

Bilancio BCE – Anno 2014					
(miliardi di euro)					
Attivo		% anno	Passivo		% anno
Finanziamenti	-125	-17,4%	Base monetaria	55	+4,4%
Titoli	-	-	Depositi	-140	-100%
Estero	+26	+9,0%	Estero	-68	-55,0%
Oro	-9	-2,7%	FMI	+2	+3,6%
Altro	-27	-8,4%	Altro	+1	+0,2%
			Mezzi propri	+15	+3,7%
	-135	-5,9%		-135	-5,9%

Da fine 2013 la Base Monetaria, misura delle intenzioni di espansività del sistema delle Banche Centrali europee, è cresciuta di €55mlrd, e questo pur in costanza di una diminuzione di € 125mlrd dei Finanziamenti. In aggregato sull'anno, la politica di tassi negativi della BCE ha portato all'azzeramento dei Depositi (a termine) ad un parziale spostamento della liquidità dalla *Deposit Facility* al *Conto Corrente di liquidità* (non molto di più che un gioco delle tre carte), mentre la crescita della Base Monetaria sta sostanzialmente nei circa € 59mlrd in più di banconote in circolazione. Risultati molto curiosi per un bilancio comunque in significativa contrazione: la conclusione semplice è che – come detto altre volte – il problema dell'Europa non è la liquidità, tanto che il sistema sta anticipando la restituzione dei precedenti copiosi LTRO (oltre € 110mlrd rientrati). Già per questo ripongo scarse speranze di stimolo all'economia in un QE che, giustamente privato degli spunti di accentrimento dei rischi “fiscali” nella BCE, resta quel che dovrebbe essere: uno strumento di iniezione di liquidità.

Eppure c'è chi si aggrappa alle virtù della politica monetaria *à l'americana*, mutuata da una Federal Reserve che per molti rappresenta il paradigma della moderna Banca Centrale. Il bilancio della Fed però è inconfrontabile con quello della BCE: su un bilancio 2014 da \$ 4.032mlrd, ben \$ 3.960mlrd sono costituiti da titoli di varia natura, di cui \$ 2.209mlrd in titoli di Stato USA ed \$ 1.497mlrd in MBS (titoli privati garantiti da mutui). In tutto questo, i prestiti della Fed sono decisamente irrilevanti.

Nel corso del 2014 la Federal Reserve, attraverso i vari acquisti di titoli, ha immesso nel sistema USA circa \$ 477mlrd; questi sono diventati sì € 99mlrd di nuove banconote in

circolazione, ma anche ben \$ 232mlrd in nuovi depositi presso la Fed stessa (più \$ 148mlrd di Repos, operazioni di riassorbimento della liquidità). Se guardiamo al 2013 le cose sono ancora più divertenti: a fronte di operazioni di acquisto di titoli per \$ 1.130mlrd (casualmente le dimensioni finali del QE di Draghi), la maggior liquidità “cartacea” del sistema è stata di circa \$ 70mlrd, ed il resto è finito in depositi (leggi: parcheggio).

Cercando un confronto tra i due istituti, più efficace sembra essere la BCE, che nel 2014 ha fatto crescere Base Monetaria e banconote in circolazione pur contraendo emissioni nette di liquidità e bilancio, risultato ottenuto anche nel 2013 con la differenza che pure la Base Monetaria si era contratta. Date queste pur minime informazioni storiche, mi chiedo cosa ci si possa mai aspettare da un QE europeo – in un sistema molto più imperniato sulle banche di quello americano – se non un trasferimento dei rischi di portafoglio (e qui si capisce la ragione dell'imputazione per un 80% dei titoli alle singole Banche Centrali Nazionali) e una massa di liquidità che per lo più resterà a girare nel solo mondo finanziario se non nei conti della BCE. Al più si avrà un deprezzamento dell'euro, tra l'altro già ampiamente avviato, che finirà in inflazione importata: credo – come più volte detto – che il settore privato in fondo ne farebbe anche a meno, e sia solo il peso dei debiti statali a sollecitare questa politica.

Leonardo Baggiani

Bibliografia

Banca Centrale Europea (2014) “*Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 26 dicembre 2014*”, comunicato stampa 30/12/2014.

Federal Reserve (2014) “Federal Reserve statistical release H.4.1”. Release date december 29, 2014 (<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20141229>).

Federal Reserve (2014) “Federal Reserve statistical release H.4.1”. Release date december 26, 2013 (<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20131226>).

Mazziero Research (2014) “*Italia economia a fine 2013*”.

Mazziero Research (2014) “*Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co.*”.

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).

Deposit Facility: conto tenuto presso la Banca Centrale, in cui le banche commerciali possono depositare la propria liquidità. Nato come strumento di politica monetaria e di gestione della liquidità in eccesso, costituisce ormai per le banche commerciali una forma alternativa di impiego a rischio nullo benché ormai a rendimento negativo.

Operazioni di mercato aperto & Quantitative Easing: le operazioni di mercato aperto sono operazioni di acquisto o vendita da parte della Banca Centrale di titoli finanziari quotati (bond governativi o particolari bond bancari) per, rispettivamente, ridurre o incrementare la massa monetaria in circolazione; il Quantitative Easing è una sorta di loro riproposizione moderna su larga scala su specifici titoli (ad es.: i titoli di Stato), il cui mercato implichi la trasmissione dello stimolo monetario verso definiti segmenti dell'economia.

Il commento di Andrew Lawford

Grecia - una distrazione momentanea o una prova in costume?

Dopo le recenti elezioni, è tornata di moda l'idea che la Grecia potrebbe trovarsi a pochi passi dal default e addirittura dall'uscita definitiva dalla zona Euro. L'approccio finora adottato dai nuovi leader del Paese non ha lasciato molte speranze che si possa trovare una soluzione in linea con gli accordi del passato, ma a vedere l'andamento del rapporto debito/Pil nel Paese (si veda **Figura 1**) è difficile sostenere che questi accordi abbiano funzionato.

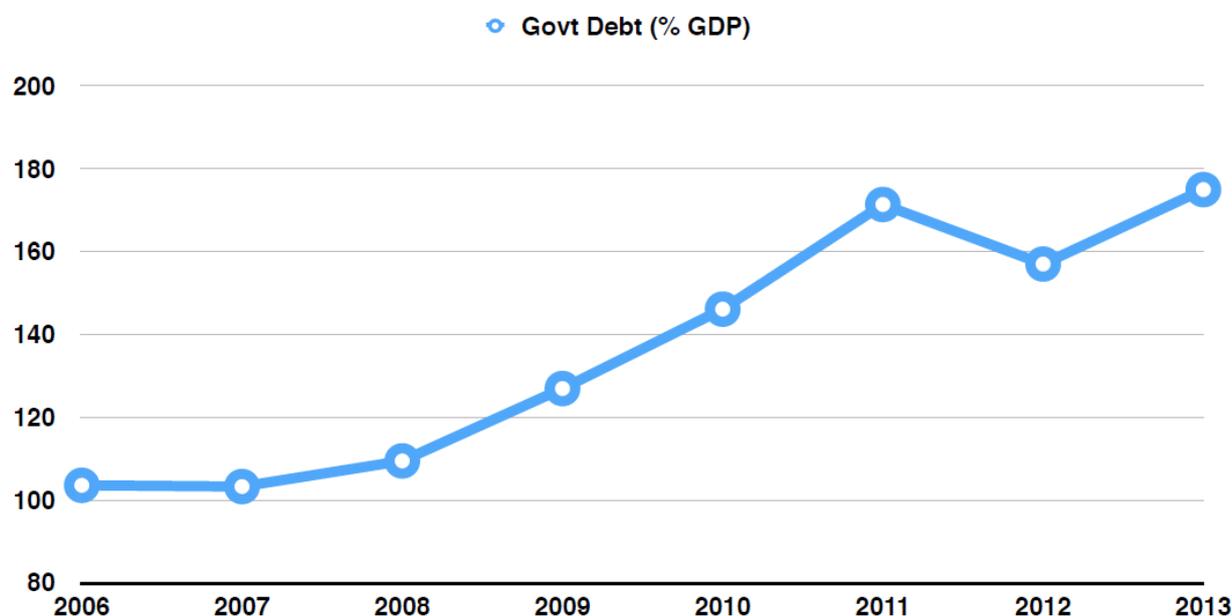


Figura 1: Debito pubblico greco (% Pil)

Fonte: Eurostat

Il grafico sopra indica in maniera molto chiara perché non si può risolvere una crisi dovuta al debito pubblico con un aumento del debito pubblico. Non bisogna neanche dimenticare che ci sono stati ben due salvataggi del Paese da parte della Troika negli ultimi anni, e l'ultimo (che risale al 2012) ha portato ad una ristrutturazione del debito. La riduzione che si è avuta nel 2012 è più evidente nella **Figura 2**, dove il calo del livello assoluto del debito è più chiaro.

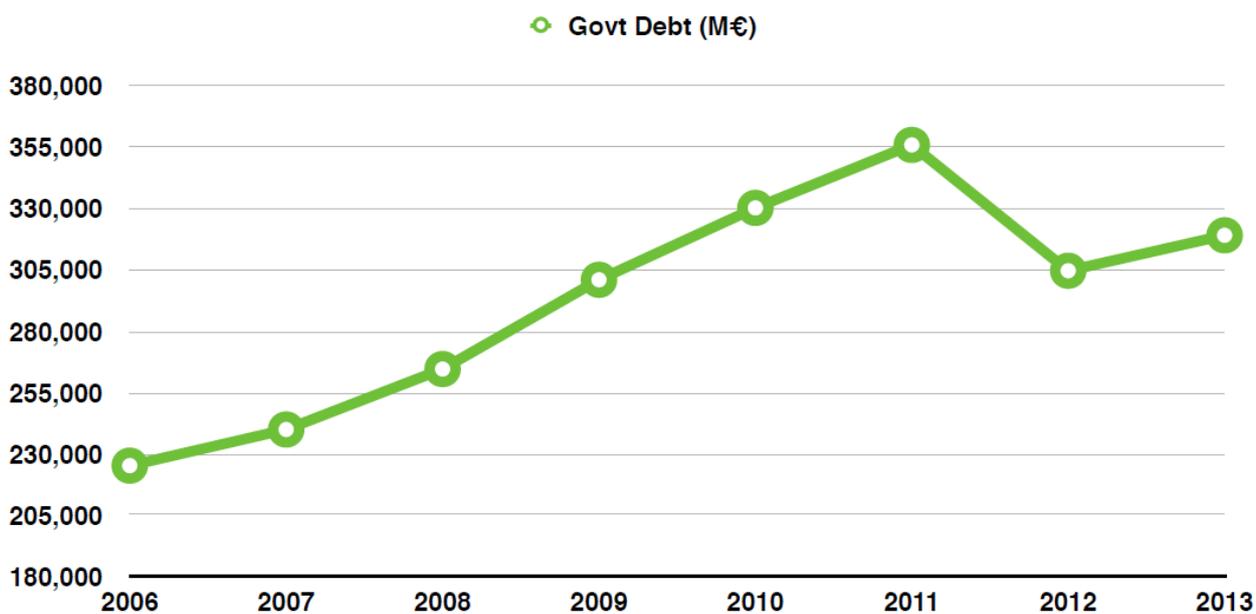


Figura 2: Debito pubblico greco (€ milioni)
Fonte: Eurostat

In questo contesto difficile, ogni contatto con la Grecia da parte delle altre nazioni della zona euro sembra fonte di nuovi disaccordi. In ogni caso, si arriverà ben in fretta a definire il proseguimento della crisi in Grecia, grazie alle prossime scadenze che devono essere rispettate per godere del supporto della Troika.

Anche se l'ipotesi più probabile nell'immediato è un "tirar a campare" ancora per qualche tempo, forse sarebbe utile riflettere su ciò che non ha funzionato in questi ultimi anni. Lo spirito è quello di cercare di escludere in futuro quelle azioni che non hanno funzionato, per concentrarsi su ciò che può ritenersi utile:

1. Prestare più soldi ad una nazione insolvente non migliora la situazione e i prestiti concessi "in cambio di riforme strutturali" possono servire soltanto per fare scavare un buco più profondo. Alla fine, se una nazione ha problemi di spesa, la cosa migliore è che venga ridotto l'accesso al denaro, così si ridimensiona subito.
2. Coinvolgere le nazioni estere o gli enti sovranazionali in faccende domestiche crea le condizioni per un aumento del nazionalismo quando la percezione è quella di aver perso controllo del proprio destino. L'immagine della piazza ad Atene con striscioni che invitano la Signora Merkel a tornarsene a casa è sintomo di questo fenomeno.

3. Affrontare le crisi “un pezzo per volta” crea disaccordo tra le nazioni messe peggio; in questo momento ci sono pressioni da parte della Spagna per non lasciare spazio alla Grecia nel rinegoziare gli impegni del passato, perché così impatterebbe negativamente sul governo Rajoy (che si ritiene abbia imboccato la strada dell’austerità).
4. Le “regole del gioco” in qualsiasi unione devono essere chiare per tutti e anche le conseguenze devono essere chiare per chi non le segue. Se quei semplici parametri del Trattato di Maastricht servono a qualcosa, forse è il caso di farli rispettare e obbligare l’uscita dall’euro per chi non ci sta dentro. Con ogni probabilità, la zona Euro si sarebbe già sciolta se così fosse; quasi la totalità delle nazioni della zona Euro non rispettano i parametri del rapporto debito/Pil < 60% e il deficit annuo < 3%. Quindi, da un certo punto di vista, i Greci possono anche chiedere da quale pulpito gli esponenti delle altre nazioni fanno la predica, considerando che un po’ tutte le nazioni della zona Euro hanno fatto più o meno come hanno voluto.

Se queste sono le cose che non hanno funzionato, quali sono le possibilità rimaste? Nel contesto europeo, si può affermare che il libero scambio di merci e la libertà di movimento delle persone sia stato, in generale, un bene per tutti i Paesi che sono entrati a fare parte dell’Unione. Ecco quello che auspicabilmente ci si può aspettare in futuro, dopo che la fase attuale del “tirar a campare” sarà finita: un ritorno a qualche principio sano e semplice che agevola realmente l’economia, senza intaccare nel contempo i più importanti diritti sovrani della varie nazioni.

Il titolo di questo articolo ha posto la domanda: la Grecia è una distrazione momentanea o una prova in costume? Da un certo punto di vista, è una distrazione momentanea, perché nel senso assoluto non è in grado di rovinare l’economia europea. Il punto della Grecia però è sempre stato che le sue difficoltà potrebbero man mano colpire anche altre nazioni dell’UE, tramite l’effetto “contagio”. Sarebbe forse meglio concepire il discorso in altri termini, perché molte altre nazioni europee soffrono già della stessa malattia che ha colpito la Grecia e quindi non si tratta di contagio. Due esempi concreti (e interconnessi) che evidenziano questo fatto sono il debito pubblico in costante aumento e il profilo demografico in graduale peggioramento. Bisogna ricordarsi che il profilo demografico è così importante perché decine di milioni di persone in Europa hanno già maturato un diritto alla pensione, ma questo diritto è “virtuale”, ovvero completamente scoperto in termini economici. In parole povere, le pensioni possono solo essere pagate con denaro fresco reperito sotto qualche

forma dai vari stati. È altrettanto importante considerare che le statistiche del debito pubblico non tengono conto del valore attuale netto di questi impegni verso i pensionati, quindi la situazione del debito pubblico è, in realtà, molte volte peggio di quello che sembra. Più che evitare un contagio, quindi, l'Europa dovrebbe cercare un modo per curare un'epidemia ormai fuori controllo.

Andrew Lawford

Perché il Quantitative Easing non avrà effetti sulla crescita dell'economia.

(Note economiche)
di *Gabriele Serafini*

1 *Ipotesi di funzionamento del meccanismo*

Alla base dell'ipotesi di stimolo all'economia mediante il Quantitative Easing (QE) ci sono *due* linee di funzionamento del meccanismo di trasmissione che procede dalla *moneta* alla *produzione*.

Secondo un primo meccanismo, all'aumento dell'offerta di moneta (mediante il QE, appunto)¹ segue una crescita dei prezzi alla quale, a sua volta, si ritiene collegata una crescita della produzione, per un meccanismo² di stimolo derivante dalla crescita dei ricavi nominali.

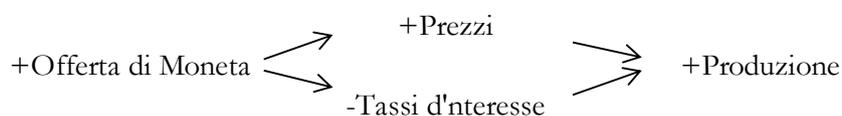
In base ad un secondo meccanismo, al crescere dell'offerta di moneta i tassi di interesse diminuiscono in quanto l'inserimento dell'offerta aggiuntiva di moneta passa per l'acquisto dei Titoli di stato i cui prezzi sono stimolati a crescere, in virtù di un aumento della loro domanda; saliti i prezzi, i rendimenti scendono. Diminuiti i rendimenti, gli investimenti delle imprese aumentano, perché il denaro è meno costoso³, e quindi aumenta la produzione.

¹ L'aumento dell'offerta di moneta, è spesso semplicisticamente definita come “stampa di moneta” ma questa seconda dicitura evoca, molto spesso, una *spesa pubblica finanziata tramite moneta*. Le due cose sono molto diverse perché nel caso del QE non si finanzia la spesa pubblica, mediante moneta in alternativa al debito, ma semplicemente si acquistano titoli di debito sul mercato con l'obiettivo di attivare l'economia *privata* (appunto, non pubblica) mediante i meccanismi di trasmissione che descriviamo nelle prossime righe.

² Il meccanismo sarebbe in realtà *temporaneo*, secondo i *monetaristi* di Milton Friedman, oppure addirittura *inconsistente*, per i teorici delle *aspettative razionali*.

³ Supponendo che anche gli altri tassi di interesse siano collegati a quelli dei Titoli di stato.

Riassumendo i due meccanismi in un unico grafico, il QE avrebbe comunque effetti positivi sul sistema economico.



2 Una questione metodologica

Notiamo sin da subito che in entrambi i meccanismi il collegamento “+Moneta quindi +Produzione” è solo *presupposto*.

Il collegamento, infatti, è misurato direttamente tramite *modelli previsionali* costruiti *supponendo* che il collegamento segua necessariamente una delle due strade e che bisogna solamente *misurarne* l’ampiezza dell’effetto. Che il meccanismo sia necessariamente *supposto* deriva dal fatto che le misurazioni econometriche si basano su *modelli* di funzionamento dei sistemi economici che non indicano solamente le *correlazioni* fra variabili ma anche i rapporti di *causazione* fra le stesse.

Spieghiamoci meglio: una cosa è *osservare* che in un determinato arco di tempo è aumentata l’offerta di moneta, sono aumentati i prezzi ed è aumentata la produzione, ed un’altra cosa è *dedurne* che l’aumento della moneta fa aumentare i prezzi e questi fanno aumentare la produzione.

Parimenti accade per l’altro collegamento, in quanto la diminuzione dei tassi di interesse e la crescita della produzione non si osserva necessariamente in differenti periodi di tempo. Se pensiamo all’Italia degli ultimi venti anni, ad esempio, una *diminuzione* dei tassi di interesse si è accompagnata ad una *diminuzione* del tasso di crescita della produzione. Il collegamento, quindi, è *supposto* ed a partire da questo si creano modelli che misurano gli effetti “stimati”, ma in realtà “prestabiliti”.

3 La questione teorica

Ecco allora che in luogo di un puro ragionamento sulle stime quantitative, siamo costretti a premettere un ragionamento sui due collegamenti teorici. Il primo, quello che collega l’aumento dei prezzi all’aumento dell’offerta di moneta è proprio di una parte della teoria economica, specificamente

quella di stampo *neoclassico*⁴, che aderisce alla *teoria quantitativa della moneta*, tramite una particolare formulazione che deriva uno stimolo alla crescita della produzione da un effetto delle “aspettative sui prezzi”, sul quale ci soffermiamo fra poco.

Il secondo ragionamento, invece, si basa su un approccio più vicino alle tesi di J.M. Keynes⁵, e secondo cui gli investimenti sarebbero decisi dalle imprese (anche) sulla base del costo del denaro.

La teoria economica, quindi, in entrambi i casi sembra ritenere efficace l'effetto di stimolo del QE. Tuttavia, come dicevamo, i *ragionamenti logici* non corrispondono necessariamente ad *effetti reali* perché la loro forza consiste nella *coerenza dei legami* supponendo determinati *comportamenti* degli agenti economici.

Ecco allora che nel primo ragionamento la crescita dei prezzi stimola la produzione perché le imprese sarebbero stimolate ad investire da un incremento dei ricavi nominali⁶. Nello stesso ragionamento, rimane però il legame precedente, ossia la crescita dei prezzi determinata dalla crescita dell'offerta di moneta. Pertanto il meccanismo completo si basa su un *doppio effetto parziale* secondo cui l'offerta di moneta stimola la crescita della produzione perché solo una parte dello stimolo si scaricherà sul livello dei prezzi. L'altra parte determinerà una crescita della produzione.

Ma perché dovrebbe intervenire questo ultimo passo? Perché l'aumento dei ricavi stimolerebbe le aziende a cercare di ottenere ulteriori utili. Seguendo Milton Friedman⁷, l'ideatore di questo legame, però, la crescita della produzione sarà solo *temporanea* perché non essendo in realtà variati i *volumi* delle merci acquistate dagli agenti economici, ma solo i loro *prezzi*, le imprese non vedranno aumentare le quantità vendute ma solo i prezzi. Quindi il QE potrebbe essere efficace solo in caso di *illusione monetaria* da parte delle imprese e comunque *nel breve periodo* perché *la domanda non*

⁴ Ossia non keynesiano.

⁵ In questo caso, la manualistica universitaria riporta una versione della tesi keynesiana rivista alla luce delle semplificazioni apportate dalla cosiddetta “sintesi neoclassica” tramite il modello noto come IS-LM, secondo cui le imprese basano le proprie scelte in materia di investimenti sul tasso di interesse e non sulla efficienza marginale del capitale. Più avanti indichiamo la differenza fra le due variabili.

⁶ E se anche le singole imprese non fossero stimolate, potrebbero essere indotte ad entrare nel mercato *nuove* imprese (barriere all'entrata a parte).

⁷ Anche tramite la manualistica universitaria.

aumenterebbe in termini quantitativi ma solo di prezzo, e solo *a costo di un innalzamento dei prezzi* che peggiorerebbe i conti con l'Estero e riassorbirebbe il precedente effetto positivo temporaneo.

Seguendo il secondo ragionamento, invece, la diminuzione dei tassi di interesse stimolerebbe la crescita in virtù di una diminuzione del *costo del denaro* per le imprese. Secondo le migliori spiegazioni in merito alle scelte di investimento, fornite identicamente dalla scuola *neoclassica* e *keynesiana*, però, le scelte non dipenderebbero *solo* da questo elemento, bensì da questo elemento *combinato* con l'“opportunità di investimento”, ossia i *ricavi attesi*. Non basterebbe cioè ritenere opportuno “intanto intervenire sui costi delle imprese”, perché il fattore determinante le scelte di investimento sarebbe dato proprio (seguendo le parole di Irving Fisher) dall'“*opportunità di investimento rispetto al costo*”, non dal “*costo*”. Keynes denominava questo fattore combinato: *efficienza marginale del capitale*.

Anche seguendo questo ragionamento, quindi, la riduzione del costo del denaro potrebbe costituire teoricamente solo una parte della soluzione, mentre rimarrebbe sempre l'altra parte costituita dalla massa dei ricavi che non si modificherebbe per questa via, come per l'altra collegata ai prezzi.

Mediante il collegamento *moneta-prezzi-produzione*, pertanto, l'aumento dei prezzi sarebbe precedente l'aumento della produzione e l'aumento della produzione interverrebbe solo temporaneamente per poi rientrare con un peggioramento stabile del saldo del bilancio estero della UE.

Mediante il collegamento *moneta-tassi-produzione*, invece, si interverrebbe solo su un lato delle scelte d'investimento e non si toccherebbe il lato dei ricavi.

Mentre il primo collegamento non è stabilmente positivo, il secondo incide solamente sui costi e non sui ricavi; pertanto può essere efficace solo per quegli investimenti che per ora non sono implementati in quanto stimati in perdita per un importo inferiore rispetto alla riduzione dei costi derivante dalla diminuzione dei tassi a seguito del QE. Vediamone allora la portata possibile.

4. Il del costo del denaro.

Nel collegamento *moneta-tassi-produzione*, per ipotizzare efficace la politica monetaria dovremmo avere evidenza che una diminuzione dei

tassi di interesse a lungo termine⁸ inciderebbe così *tanto* su un insieme *abbastanza grande* di imprese, da farle decidere di investire perché l'efficienza marginale del capitale diventerebbe *positiva* (ricavo atteso dall'investimento *superiore* al costo d'investimento) là dove era evidentemente *negativa* (ricavo atteso dall'investimento *inferiore* al costo d'investimento).

Ipotizziamo allora che il QE riesca ad abbassare i tassi del 50%!

Dato che ad oggi i tassi a lungo termine sono pari a circa il 5,5% e che gli *interessi passivi* costituiscono circa un 3% del Margine Operativo Lordo delle imprese⁹, e considerando che le stesse si finanziano per circa il 40% a breve termine, le imprese in grado di essere stimolate a cambiare comportamento sarebbero oggi in una condizione di *inefficienza* marginale, ossia di perdita stimata sugli investimenti marginali, per una percentuale pressoché pari allo 0% (in particolare: $0,0495\%$, dato da: $60\% \times 2,75\% \times 3\%$).

Questo significa che la politica monetaria, ipotizzando una riduzione del 50% dei tassi a lungo termine in seguito al QE, migliorerebbe comunque i conti degli *investimenti aggiuntivi* delle imprese per un importo pressoché nullo. Se le imprese stimolabili da questo intervento sono quelle che *non investono perché stimano una perdita* dagli investimenti modificabile da questo intervento di QE, non si vede davvero la validità dell'ipotesi. Insomma, anche nell'ipotesi in cui il canale di trasmissione dell'efficacia della politica monetaria sia quello ipotizzato, un miglioramento così esiguo dei conti non può stimolare una ripresa degli investimenti che dall'inizio della crisi economica sono mediamente diminuiti del 25%.

Per questi motivi, riteniamo che il QE non avrà effetti sull'economia, anche se siamo ben consapevoli che in futuro si potrà sempre sostenere, al pari di quanto accaduto nel corso del dibattito americano sul precedente QE attuato negli USA ad opera della Federal Reserve, che nonostante la manovra non sia stata seguita da una diminuzione dei tassi d'interesse, se non ci fosse stato il QE i tassi d'interesse sarebbero stati più alti e la produzione minore.

⁸ Quelli sui quali si concentreranno le operazioni di QE.

⁹ Cfr.: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2010-0066/QEF_66.pdf.
accesso a febbraio 2015.

Le capacità dialettiche umane, infatti, sono molto elevate e non vogliamo entrare in questioni che rimandiamo agli specialisti.

5. Il “miglioramento dell’economia”

Per una eventuale efficacia della politica economica, allora, non rimarrebbe che un collegamento fra la crescita dell’offerta di moneta e *determinati* prezzi in *determinati* settori, in modo da stimolare spostamenti ed investimenti differenziali fra settori¹⁰. Quindi, in realtà, la politica economica per essere efficace dovrebbe intervenire in determinati settori, non qualificandosi più come politica monetaria, ma *intervento pubblico*. Il caso del QE, però, non è questo e solo questo è nelle disponibilità della Banca Centrale Europea.

Date le alte competenze di Mario Draghi, è forse per questo motivo che egli stesso ha più volte dichiarato che il QE si attua per conseguire l’obiettivo tipico della BCE di una *crescita dei prezzi vicina al 2%*, non per far crescere direttamente l’economia. Draghi stesso, però, ha anche indicato che lo *stimolo* si dovrebbe accompagnare ad *investimenti pubblici in settori mirati dell’economia*, quelli che potrebbero essere in grado di reagire maggiormente in misura positiva ad un ampliamento degli investimenti pubblici.

Per tirare le fila del ragionamento, però, bisogna considerare che dagli anni ‘90 c’è stata una modifica degli orientamenti di politica economica secondo differenti priorità. Il saldo del bilancio pubblico da *mezzo* per il raggiungimento di un miglioramento economico, è diventato *obiettivo* della politica economica.

Bisogna allora considerare che attualmente anche gli investimenti pubblici non sono in grado di sortire un effetto positivo sull’economia senza conseguenze sull’indebitamento pubblico e quindi sugli interventi successivi di recupero di quanto investito.

Alla luce di quanto indicato in queste poche righe, riteniamo che lo *stato* abbia difficoltà oggettive ad aumentare le proprie uscite riuscendo nel

¹⁰ In questo modo si modificherebbe il potere d’acquisto della moneta e non il livello generale dei prezzi. Per la differenza vedi il mio: Serafini G. (2014), “Intellectual capital value creation and economic theories”, Book of proceedings, IFKAD 2014 - 9th International conference on Knowledge and Management Models for Sustainable Growth, Matera, Italy, 11-13 June 2014, ISBN 978-88-96687-04-8; ISSN 2280-787X.

futuro a non destabilizzare le proprie finanze, e quindi quelle di tutto il paese, mentre le *imprese private* non riescono a trovare correnti di reddito nelle quali investire profittevolmente, anche con un aiuto di politica monetaria dal lato dei costi.

In un momento di crisi si trovano soluzioni solo individuando nuovi sentieri mediante cambiamento di obiettivi. Riteniamo pertanto che sino a quando gli obiettivi rimangono il *saldo del bilancio pubblico* oppure gli *investimenti* delle imprese non riusciremo ad uscirne facilmente. Questo perché, a ben pensare, questi due *obiettivi* sono in realtà dei *mezzi* per ottenere un miglioramento dell'economia, senza aver ancora chiaro che cosa possa intendersi per "*miglioramento dell'economia*".

In una società con *interessi contrapposti*, un aumento del reddito dei lavoratori peggiora i conti delle imprese aumentandone i costi. Un investimento statale aggiuntivo peggiora i conti dello stato e rende necessario aumentare le imposte ai lavoratori e alle imprese. Una diminuzione delle imposte sui redditi delle imprese peggiora il saldo del bilancio pubblico e diminuisce i servizi erogati. Una diminuzione delle imposte sui redditi dei lavoratori peggiora di nuovo il saldo del bilancio pubblico e diminuisce i servizi. Infine, quanto è stato attuato negli ultimi venti anni sul bilancio dei paesi UE addirittura non ha migliorato i conti pubblici perché ha depresso l'economia privata.

La contraddittorietà dei rapporti economici non impedisce però delle scelte e, dato che un miglioramento generale deve prendere in considerazione la generalità della società, non può avere come oggetto d'analisi solo quanto accade *nel* processo produttivo, senza osservare gli scambi *fra questo e le restanti parti della società*. In un nostro intervento precedente su questo Osservatorio¹¹, abbiamo provato a misurare la dimensione della *tesaurizzazione* della ricchezza prodotta nel sistema economico, posta in essere dalle imprese. Secondo quella operazione, se la ricchezza aggiuntiva si produce nel processo produttivo, non è sufficiente lavorare di più se il prodotto non è poi reinvestito.

Se in questo modo le imprese dimostrano di non riuscire a svolgere più un ruolo propulsivo per l'occupazione e la crescita economica, ed anche lo

¹¹ Serafini G (2014). "Produzione e distribuzione della ricchezza economica", Quaderno di ricerca. Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani, anno 4, n. 3, ISSN 2283-7035.

stato non può aumentare la spesa e non misura la ricchezza che produce, ad esempio, mediante i propri servizi erogati, un primo intervento possibile deve essere finalizzato alla misurazione ed al disincentivo della tesaurizzazione privata ed alla misurazione e incremento della quantità e dell'efficienza dei servizi pubblici.

A coloro i quali credono che la soluzione non sia *praticabile* perché le “imprese non acconsentiranno alla riduzione della tesaurizzazione in quanto scelta privata sovrana” e/o perché “i comportamenti dei dipendenti pubblici non miglioreranno”, non possiamo che rispondere che proprio in quanto crediamo che *le soluzioni devono essere praticabili* riteniamo che un *peggioramento* della situazione sia sempre possibile.

Perciò, se non interviene almeno un miglioramento paretiano dell'economia (ossia almeno un miglioramento per alcuni senza un peggioramento per gli altri), in una società con interessi contrapposti, il peggioramento delle condizioni di una parte della società, ed il miglioramento di quelle di un'altra, acuisce la gravità della situazione e la severità della soluzione.

In una repubblica democratica odierna non vince la maggioranza ma coloro i quali riescono a far ritenere i propri interessi come i più validi da perseguire. Ed allora bisogna ricordare che una *forza economica* è una forza democratica e con essa si intende sia il potere di chi dispone di ricchezza economica sia quello di chi non ne dispone affatto.

Conclusioni

Il 2014 si chiude con un debito pubblico di 2.135 miliardi, in aumento di 66 rispetto al 2013 quando era aumentato di 79 miliardi sull'anno precedente. Forte ripiegamento del debito a dicembre, ben 25 miliardi, ma si tratta di un *maquillage* ricorrente di fine anno; salirà nuovamente a 2.161 miliardi già a partire dalla rilevazione di gennaio 2015.

L'Italia si mantiene in recessione, il 2014 si conclude con un -0,4% del Prodotto interno lordo e con un IV trimestre invariato; sono ormai 14 trimestri, ben 3 anni e mezzo, che non appaiono segni positivi di crescita e da allora il nostro PIL ha perso nove punti e mezzo percentuali. Nemmeno la modifica del metodo di calcolo del PIL, con l'inclusione delle attività illegali, è riuscito ad arrestare la spirale negativa del nostro sistema produttivo.

Timidi segnali di miglioramento sul mercato del lavoro: scende al 12,9% la disoccupazione e aumenta il tasso di occupazione al 55,7%; anche gli inattivi aumentano, segno di una rinnovata fiducia e volontà di rientro fra la popolazione attiva. Le ore di Cassa integrazione nel 2014 sono state 1.112 milioni, seppur in calo rispetto ai 1.182 milioni di ore del 2013 restano a livelli elevati e corrispondono a una disoccupazione aggiuntiva del 2,2% che porta l'Italia a oltre il 15% di senza lavoro.

Pur riscontrando alcuni segnali di miglioramento il quadro d'insieme resta ancora molto fragile; il 2015 potrebbe anche essere l'anno di svolta, ma senza le riforme e un abbassamento delle tasse la ripresa rimarrà anemica.

Maurizio Mazziero

Stime debito pubblico per il mese di gennaio 2015

I modelli previsionali della Mazziero Research stimano un debito pubblico per il mese di gennaio 2015 compreso in una forchetta tra 2.155 e 2.166 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, *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, *Cosa c'è dietro i numeri sulla disoccupazione*, 4 febbraio 2015
- Capire davvero la crisi, *La nostra riforma sul patrimonio statale*, 13 febbraio 2015
- Centro Studi Confindustria, *Il grande vantaggio per l'Italia del petrolio a basso costo*, 9 febbraio 2015
- Centro Studi Confindustria, *Congiuntura Flash*, gennaio 2015
- Centro Studi Confindustria, *Scenari economici n. 22*, dicembre 2014
- Corte dei Conti, *Audizione sulla Legge di Stabilità per l'anno 2015*, 3 novembre 2014
- DBRS, *DBRS Confirms Greece's Rating at B, Stable Trend*, 12 dicembre 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
- Fitch, *Fitch Affirms Ireland at 'A-'; Outlook Stable*, 13 febbraio 2015
- Fitch, *Fitch Downgrades Austria to 'AA+'; Outlook Stable*, 13 febbraio 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Croatia at 'BB'/BB+; Outlook Stable*, 6 febbraio 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA'; Outlook Negative*, 30 gennaio 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 16 gennaio 2015
- Fitch, *Fitch Revises Outlook on Greece to Negative; Affirms at 'B'*, 16 gennaio 2015
- Fitch, *Fitch Affirms The Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 9 gennaio 2015
- Fitch, *Fitch Downgrades European Financial Stability Facility's Debt; Affirms European Stability Mechanism*, 16 dicembre 2014
- Fitch, *Fitch Affirms UK at 'AA+'; Outlook Stable*, 12 dicembre 2014
- Fitch, *Fitch Downgrades France to 'AA'; Outlook Stable*, 12 dicembre 2014
- Fitch, *Fitch Affirms Greece at 'B'; Outlook Stable*, 21 novembre 2014
- Fitch, *Fitch Revises Belgium's Outlook to Negative; Affirms at 'AA'*, 14 novembre 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
- 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*
- International Monetary Found, *IMF Executive Board Concludes Article IV Consultation with Italy*, 18 settembre 2014

Istat, *Annuario Statistico*
 Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
 Istat, *Conti Economici Nazionali*
 Istat, *Conti Economici Trimestrali*
 Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
 Istat, *Indicatori Demografici*
 Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*, 3 novembre 2014
 Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*
 Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 21 ottobre 2014
 Istat, *Occupati e disoccupati*
 Istat, *Pil e indebitamento AP*
 Istat, *Prezzi al consumo*
 I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*
 Istat, *Produzione industriale*
 Istat, *Stima preliminare del Pil*
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Audizione: Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, 10 febbraio 2015
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Comunicato Stampa 18/2015 – Acquisto dei Bot in asta: ridotte le commissioni massime*, 19 gennaio 2015
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Nota tecnico illustrativa al disegno di Legge di Stabilità 2015*, 23 dicembre 2014
 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, *Moody's places Greece's Caa1 government bond rating on review for downgrade*, 6 febbraio 2015
 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
 Ocse, *Going for Growth 20125*, 9 febbraio 2015
 Ocse, *OECD Economic Outlook, Volume 2014 Issue 2*, 25 novembre 2014
 Gustavo Piga, *Qualcuno chiede trasparenza sui derivati. Chapeau. Ora ascoltiamo*, 9 febbraio 2015
 Standard & Poor's, *Greece Long-Term Rating Lowered One Notch To 'B-' And Kept On CreditWatch Negative*, 6 febbraio 2015
 Standard & Poor's, *Slovak Republic 'A/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Remains Positive*, 30 gennaio 2015
 Standard & Poor's, *Greece 'B/B' Ratings Placed On CreditWatch Negative On Policy Uncertainty*, 28 gennaio 2015
 Standard & Poor's, *Belgium 'AA/A-1+' Ratings Affirmed On Gradual Economic Recovery And Structural Reforms; Outlook Stable*, 23 gennaio 2015

Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 9 gennaio 2015
 Standard & Poor's, *Ratings On The United Kingdom Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 12 dicembre 2014
 Standard & Poor's, *The Netherlands 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 21 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
 Ufficio Parlamentare di Bilancio, *I contratti derivati stipulati dalle Amministrazioni pubbliche: caratteristiche e finalità*, 9 febbraio 2015

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research

<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	19 maggio 2014
<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 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.

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, 16 febbraio 2015

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

MAZZIERO RESEARCH – Copyright ©2015 – Tutti i diritti riservati