

Quaderno di Ricerca

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Italia 1 trim 2015: Pil, debito & Co.

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. 14
Le entrate e le uscite	Pag. 15
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 16
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 23
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 24
L'inflazione	Pag. 27
La disoccupazione	Pag. 29
Approfondimenti	Pag. 33
<i>Il punto di Leonardo Baggiani</i>	Pag. 33
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 36
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 41
Conclusioni	Pag. 47
Bibliografia	Pag. 48

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

In questo Osservatorio, il secondo numero del quinto anno, abbiamo voluto inserire numerosi spunti di approfondimento:

- Per la prima volta vengono pubblicate le stime del debito pubblico sino a fine anno; si basano su una nuova metodologia messa a punto dalla Mazziere Research. Le stime comprendono il valore del debito del mese successivo e una forchetta con il debito sino a fine anno.
- Le raccomandazioni fatte dall'Unione Europea all'Italia; una sorta di cronoprogramma dell'azione di Governo.
- Numerosi richiami al Documento di Economia e Finanza (DEF) e le ragioni per cui a un mese dalla sua approvazione risulta già superato.
- Il motivo per cui il Governo potrebbe maturare la tentazione di far scattare qualche clausola di salvaguardia sulle accise o sull'IVA.
- Largo spazio al Quantitative Easing: l'aggiornamento sugli acquisti della BCE e i dubbi sul suo reale funzionamento.
- L'ipotesi per un sistema pensionistico sostenibile; una proposta forse provocatoria ma che fornisce lo spunto per affrontare il problema anche dal punto di vista delle giovani generazioni.

Buona lettura.

Maurizio Mazziere

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

I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Stabile	AA+	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Belgio	AA	Stabile	AA	Negativo	Aa3	Stabile	A+	Stabile
Cipro	B-	Stabile	B-	Positivo	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	Negativo	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Francia	AA	Negativo	AA	Stabile	Aa1	Negativo	A	Stabile
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Grecia	CCC	Negativo	CCC	In osservazione	Caa1	Negativo	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	Positivo	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

- 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.
- 16 febbraio 2015, Dagong declassa la Francia ad A, con outlook stabile.
- 20 febbraio 2015, S&P conferma l'EFSF ad AA, con outlook negativo.
- 20 febbraio 2015, Fitch conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 20 febbraio 2015, Fitch conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 27 febbraio 2015, Fitch conferma Malta ad A, con outlook stabile.
- 13 marzo 2015, S&P mantiene l'outlook della Grecia sotto revisione negativa.
- 13 marzo 2015, S&P conferma la Svezia ad AAA, 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

- 20 marzo 2015, S&P migliora l'outlook del Portogallo da stabile a positivo.
- 20 marzo 2015, Fitch rivede l'outlook della Finlandia da stabile a negativo.
- 27 marzo 2015, Fitch declassa la Grecia a CCC, con outlook sotto osservazione.
- 27 marzo 2015, Fitch conferma il Portogallo a BB+, con outlook positivo.
- 27 marzo 2015, Moody's conferma la Danimarca ad Aaa, con outlook stabile.
- 27 marzo 2015, S&P migliora l'outlook dell'Austria da negativo a stabile.
- 27 marzo 2015, Dbrs migliora l'outlook dell'Italia da negativo a stabile.
- 10 aprile 2015, S&P conferma la Francia ad AA, con outlook negativo.
- 10 aprile 2015, S&P conferma la Spagna a BBB, con outlook stabile.
- 15 aprile 2015, S&P declassa la Grecia a CCC, con outlook negativo.
- 17 aprile 2015, Fitch conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 24 aprile 2015, Fitch conferma Cipro a B-, con outlook positivo.
- 24 aprile 2015, Fitch conferma la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 24 aprile 2015, Fitch conferma l'Italia a BBB+, con outlook stabile.
- 24 aprile 2015, S&P conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 29 aprile 2015, Moody's declassa la Grecia a Caa1, con outlook negativo.
- 15 maggio 2015, Fitch conferma la Grecia a CCC, con outlook sotto osservazione.
- 15 maggio 2015, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 15 maggio 2015, S&P conferma l'Italia ad BBB-, con outlook stabile.

Il commento

Gli ultimi due mesi sono stati caratterizzati da un peggioramento delle valutazioni nei confronti della Grecia a causa del riaccendersi delle incognite sulla solvibilità del Paese. La penisola ellenica si trova ormai in affanno per la mancanza di liquidità, pur in presenza di un innalzamento dei finanziamenti alle banche da parte della BCE (Emergency Liquidity Assistance). Il merito di credito per le agenzie di rating è CCC, un notch più alto per Moody's a Caa1 e uno più basso per Dagong a CC, con outlook negativo o in revisione; questa valutazione corrisponde a un'alta probabilità di default e a una solidità molto debole.

Queste problematiche e la solidità degli Stati componenti l'Eurozona, che nel suo complesso può essere considerata come doppia A, non favorisce il rating dell'EFSF (European Financial Stability Facility), l'organismo che dovrebbe salvare le economie in affanno e che viene garantito irrevocabilmente e incondizionatamente dagli Stati dell'Eurozona. Per S&P l'outlook dell'EFSF resta negativo alla pari della Francia, secondo maggior Paese in termini di garanzia. Attualmente l'EFSF sta finanziando con le sue emissioni obbligazionarie Irlanda, Portogallo e Grecia.

Per quanto riguarda l'Italia, l'outlook viene considerato stabile dalle tre agenzie occidentali, solo la cinese Dagong mantiene un giudizio negativo. Il merito di credito attribuisce una valutazione di solidità buona con una probabilità di default medio bassa. Il giudizio più severo è quello di S&P e Dagong a BBB-, segue Moody's a Baa2 e Fitch a BBB+.

Proprio Fitch conferma lo scenario di un'uscita dalla fase di lunga e profonda recessione con una crescita dello 0,6% quest'anno e dell'1% il prossimo. Un risultato che verrebbe favorito dalle manovre espansive della BCE, fermo restando una più debole capacità di reazione del nostro Paese rispetto agli altri paesi dell'Eurozona.

Il maggior problema resterebbe legato al livello elevato del debito pubblico pur in presenza di un'economia diversificata, sufficientemente forte e ad ampio valore aggiunto, con un sistema pensionistico sostenibile (almeno a detta di Fitch, si veda a tal proposito la sezione *Approfondimenti*).

Moody's in una 'credit opinion' di fine aprile valuta "elevata" la forza economica del Paese, favorita dalla diversità, rileva inoltre il relativamente basso indebitamento del settore privato e l'alta ricchezza finanziaria delle famiglie. – Un modo elegante per esprimere la convinzione che nel caso la situazione precipitasse si potrebbe sempre attingere dalle tasche dei privati cittadini. – Resta la criticità derivante da una crescita reale del Pil più bassa rispetto agli altri paesi dell'Eurozona a causa della elevata tassazione, bassa produttività, rigidità del mercato del lavoro e mancanza di competizione nei settori dei servizi.

Il 15 maggio, infine, è stata pubblicata la valutazione dell'Italia da parte di S&P che ha confermato il giudizio BBB- con outlook stabile; non pienamente lusinghiero il recupero italiano, secondo S&P, in quanto principalmente dovuto a fattori esterni come: ripresa nell'Eurozona, svalutazione dell'euro e riduzione del prezzo del petrolio; argomenti che svilupperemo nel capitolo dedicato al PIL.

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2014		2015	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.089.806	21.078	2.165.903	30.956
Febbraio	2.107.270	17.464	2.169.212	3.309
Marzo	2.120.143	12.873	2.184.506	15.294
Aprile	2.146.374	26.231		
Maggio	2.166.341	19.967		
Giugno	2.168.425	2.084		
Luglio	2.168.600	175		
Agosto	2.148.395	-20.205		
Settembre	2.134.017	-14.378		
Ottobre	2.157.533	23.516		
Novembre	2.160.114	2.581		
Dicembre	2.134.947	-25.167		
Incremento		66.219		49.559

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

I fatti

- Debito a marzo 2015: 2.185 miliardi, nuovo record storico.
- L'incremento del debito da inizio 2015 è di 49,6 miliardi, nel medesimo periodo del 2014 era stato di 51,4 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente all'1 gennaio 2015, è di 35.925 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 884 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 68%, oltre il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 32,6%.

Il commento

Non si arresta la crescita del debito pubblico arrivato a 2.185 miliardi a fine marzo, secondo i modelli previsionali Mazzi Research continuerà a crescere, e quindi a segnare un nuovo record storico, il mese prossimo quando si potrebbero raggiungere i 2.194 miliardi.

La rilevazione del debito pubblico costituisce di fatto la cartina al tornasole di quanto viene presentato dal Governo e di quanto viene effettivamente fatto per combattere questa piaga, che ricordiamo sottrae anno su anno risorse importanti all'economia italiana; parliamo infatti di 75 miliardi (nel 2014) di denaro pubblico che non ha impieghi produttivi, ma deve essere destinato al pagamento degli interessi sui titoli di Stato, che costituiscono il cardine principe su cui il debito pubblico si sostiene.

(Dal 2006 ad oggi sono stati pagati oltre 700 miliardi di interessi, si veda anche il capitolo Lo stock di Titoli di Stato).

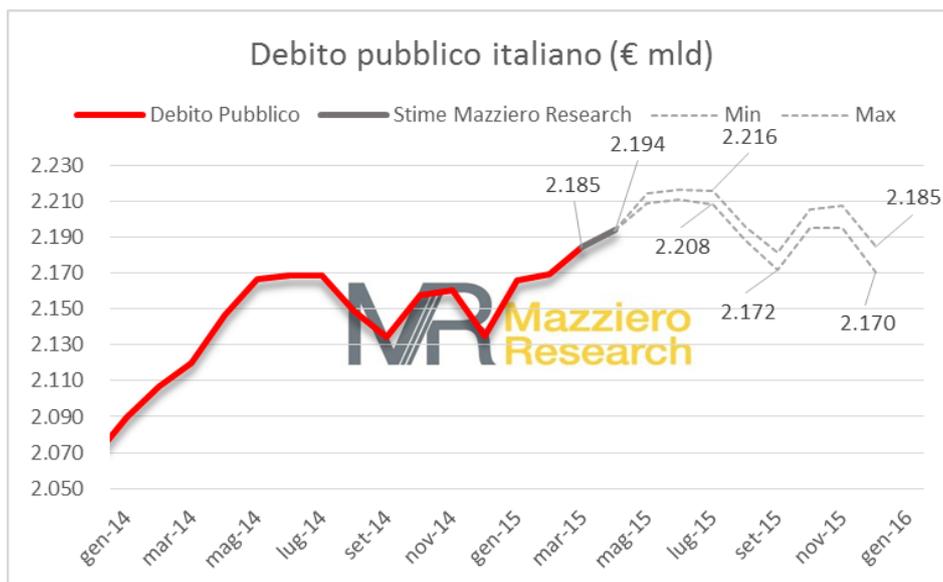


Figura 1: Andamento debito pubblico dal 2013 e stima valori a fine 2015 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

Osservando la **Tabella 3**, dove vengono riportate le variazioni mensili del debito, è possibile notare che nel primo trimestre dell'anno il debito è già cresciuto di 49,6 miliardi, che è sì inferiore ai 51,4 dell'anno precedente, ma al tempo stesso non si discosta in modo rilevante. Sarà inoltre possibile osservare che ciclicamente nel primo semestre dell'anno il debito si espande per poi diminuire nel secondo semestre. È così facilmente intuibile che quest'anno giungeremo a superare la soglia dei 2.200 miliardi, per poi ripiegare e terminare l'anno in una zona compresa tra 2.170 e 2.185 miliardi (stime Mazziere Research); si tratta di una forchetta al momento piuttosto ampia, ma che potrebbe essere influenzata anche dall'entità dell'opera di *maquillage* dei conti che abitualmente viene posta in essere tra novembre e dicembre (si veda a tal proposito l'Osservatorio [Italia economia a fine 2014](#), pagine 6 e 7).

La **Figura 1** espone in modo grafico la dinamica del debito e permette di cogliere come la tendenza sia netta, solo di tanto in tanto parzialmente interrotta da modesti ripiegamenti. Questo aspetto assume contorni ancor più gravi proprio ora in cui iniziano ad emergere fragili cenni di ripresa; la persistenza di un debito crescente potrebbe fiaccare i germogli di crescita e costringere il Governo ad adottare provvedimenti di stabilità con un reperimento di risorse fiscali aggiuntive per la quadratura dei conti. Parleremo in parte di questo anche nel capitolo dedicato al PIL.

Riquadro 1

Stime debito pubblico per il mese di aprile e per fine 2015

I modelli previsionali della Mazziere Research stimano un debito pubblico per il mese di aprile 2015 compreso in una forchetta tra 2.192 e 2.195 miliardi; seppur con un minor grado di confidenza è possibile attendersi un debito intorno a 2.194 miliardi.

Nei prossimi due-tre mesi il debito pubblico supererà la quota di 2.200 miliardi, con un nuovo record compreso tra 2.208 e 2.216 miliardi; tenderà invece ad arretrare nel corso del secondo semestre terminando l'anno in una zona tra 2.170 e 2.185 miliardi.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflaz. IPCA
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,30%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,60%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,80%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,30%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	2,20%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,20%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	2,00%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,50%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,80%
Anno 2010	1.851.217	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	3,33%	0,20%
1 Trim 2015	2.184.506	49.559	2,40%	-
Incremento		884.165	67,99%	32,60%

Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 1 trim. 2015
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

La **Tabella 5** mostra uno stralcio della Tavola riportata a pag. 44 del Documento di Economia e Finanza (DEF) e contiene, di fatto, la spiegazione della dinamica crescente del debito pubblico: è possibile notare che costantemente la spesa pubblica aumenta anno dopo anno sino al 2018.

Quindi il tema della *spending review* resta una chimera e se esistono sforzi in tal senso sono solo per finanziare una spesa crescente. È ovvio, al tempo stesso, che se la crescita non dovesse presentarsi almeno con le misure previste dal DEF (si veda il capitolo relativo al PIL) anche una pressione fiscale stabile (in realtà in aumento qualora non vengano disattivate tutte le clausole di garanzia) si tradurrebbe in un aumento di tassazione, si veda la **Tabella 6** che riporta la Tavola di pag. 45 del DEF.

APPLICAZIONE DELLA REGOLA DI SPESA (1) (milioni di euro)						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. Totale spesa	819.934	826.262	827.146	843.836	848.797	861.102
2. Spese finanziate da UE	4.636	5.500	4.848	4.917	3.375	3.477
3. Componente ciclica dei sussidi di disoccupazione	2.744	3.018	2.855	2.105	1.337	615
4. Interessi	77.942	75.182	69.391	71.249	69.282	68.267

Tabella 5: Le principali voci di spesa
(Documento di Economia e Finanza)

PRESSIONE FISCALE AL NETTO DEL BONUS FISCALE E DELLE CLAUSOLE DI SALVAGUARDIA (in % del PIL)									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pressione fiscale a legislazione vigente	41,6	43,5	43,4	43,5	43,5	44,1	44,1	44,0	43,7
Pressione fiscale netto bonus 80 euro e clausole				43,1	42,9	42,6	42,1	41,9	41,6

Tabella 6: La pressione fiscale
(Documento di Economia e Finanza)

Il **Riquadro 2** riporta le Raccomandazioni all'Italia rivolte dall'Unione Europea lo scorso 13 maggio; ne incoraggiamo la lettura in quanto da queste poche righe si potrà avere un quadro nitido dell'attuale percorso legislativo del nostro Paese e la cronologia con cui questi provvedimenti verranno adottati.

Lasciamo all'intelligenza del lettore la riflessione su quanto i programmi politici siano guidati da progettualità e convinzione nazionale o quanto questi vengano indirizzati da un'agenda predisposta con logiche tecnocratiche e determinata in ambito comunitario.

Senza entrare nel merito dell'adeguatezza delle raccomandazioni UE, la loro perentorietà rende, a nostro sommo avviso, ininfluenza la coalizione che potrebbe emergere da un confronto elettorale, svilendo di fatto il ruolo partecipativo dei cittadini.

Riquadro 2

Raccomandazioni dell'Unione Europea all'Italia – 13 maggio 2015

L'Unione Europea che raccomanda che l'Italia adotti provvedimenti nel 2015 e nel 2016 al fine di:

1. conseguire un aggiustamento di bilancio verso l'obiettivo a medio termine pari ad almeno lo 0,25% del PIL nel 2015 e allo 0,1% del PIL nel 2016, adottando le necessarie misure strutturali sia nel 2015 che nel 2016, tenuto conto dello scostamento consentito per l'attuazione di importanti riforme strutturali; attuare in modo rapido e accurato il programma di privatizzazioni e ricorrere alle entrate straordinarie per compiere ulteriori progressi al fine di assicurare un percorso adeguato di riduzione del rapporto debito pubblico/PIL; attuare la legge delega di riforma fiscale entro settembre 2015, con particolare riguardo alla revisione delle agevolazioni fiscali e dei valori catastali e alle misure per migliorare il rispetto della normativa tributaria;
2. adottare il piano strategico nazionale della portualità e della logistica previsto, in particolare per contribuire alla promozione del trasporto intermodale mediante migliori collegamenti; assicurare la piena operatività dell'Agenzia per la coesione territoriale in modo da determinare un sensibile miglioramento della gestione dei fondi dell'UE;
3. adottare e attuare le leggi in discussione intese a migliorare il quadro istituzionale e a modernizzare la pubblica amministrazione; riformare l'istituto della prescrizione entro la metà del 2015; fare in modo che le riforme adottate per migliorare l'efficienza della giustizia civile contribuiscano a ridurre la durata dei procedimenti;
4. introdurre misure vincolanti entro la fine del 2015 per risolvere le debolezze che permangono nel governo societario delle banche, con particolare riguardo al ruolo delle fondazioni, e adottare provvedimenti per accelerare la riduzione generalizzata dei crediti deteriorati;
5. adottare i decreti legislativi riguardanti il ricorso alla cassa integrazione guadagni, la revisione degli strumenti contrattuali, l'equilibrio tra attività professionale e vita privata e il rafforzamento delle politiche attive del mercato del lavoro; istituire, di concerto con le parti sociali e in conformità alle pratiche nazionali, un quadro efficace per la contrattazione di secondo livello; nell'ambito degli sforzi per ovviare alla disoccupazione giovanile, adottare e attuare la prevista riforma della scuola e ampliare l'istruzione terziaria professionalizzante;
6. attuare l'"Agenda per la semplificazione 2015-2017" al fine di snellire gli oneri amministrativi e normativi; adottare misure finalizzate a favorire la concorrenza in tutti i settori contemplati dal diritto della concorrenza e intervenire in modo deciso sulla rimozione degli ostacoli che ancora permangono; garantire la rettifica dei contratti di servizi pubblici locali che non ottemperano alle disposizioni sugli affidamenti "in-house" entro la fine del 2015.

Nel **Riquadro 3** viene riportato uno stralcio dell'audizione del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco al Senato, svoltasi il 21 aprile scorso; sono particolarmente importanti le espressioni di cautela sulle condizioni di incertezza finanziaria.

In particolare, è bene evidenziare il richiamo a: mettere il Paese in condizioni di sicurezza rispetto a eventuali cambiamenti negli umori dei mercati.

Non ci sembra che l'attuale atteggiamento del Governo, improntato al massimo ottimismo, tenga in debita considerazione i moniti del Governatore Visco, che sorgono non da una tendenza al "gufismo" ma solamente dal buon senso. Riteniamo giusto non ammorbare le nostre menti da inutili autofustigazioni, ma pensiamo al tempo stesso che un ottimismo che non tenga conto delle condizioni di contorno tenda facilmente a sfociare in spavalderia.

Anche la Corte dei Conti (**Riquadro 4**) non si tira indietro nel formulare un monito categorico, pur riferendosi al cosiddetto "tesoretto" ormai sfumato dopo la sentenza della Consulta sulla Riforma Fornero: *"Di questo è ben avvertito il Governo allorché, nell'impianto di finanza pubblica, prevede di utilizzare le risorse, ancorché esigue, che dovessero derivare da un miglioramento dei saldi per rafforzare il processo di riforma. E per tale finalizzazione dovrebbero essere conservate."* Che tradotto significa: "quando ci sono dei risparmi, questi vanno utilizzati per ridurre il debito e non per spendere di più."

Ma soprattutto, dovremmo cercare di ricordare questi ammonimenti nel caso scattassero delle clausole di salvaguardia o vi fossero aumenti di imposte. Il cittadino italiano troppo spesso ha la memoria corta, mentre andrebbero individuate le responsabilità di una politica economica non accorta ed evitare che quanti l'avessero perseguita potessero mantenere cariche pubbliche e benefici economici connessi.

Riquadro 3

Dall'Audizione del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco al Senato, 21 aprile 2015

Lo scenario descritto nel DEF per il biennio 2015-16 è plausibile, anche se non esente da rischi a breve termine: i miglioramenti della fiducia devono consolidarsi; l'incertezza sull'esito delle trattative sul programma di aggiustamento del governo greco resta elevata e può indurre volatilità nelle condizioni finanziarie.

[...]

Il quadro tendenziale per il 2017-19 presuppone dunque il mantenimento di condizioni non meno favorevoli delle attuali per tutto il periodo considerato. Per quanto riguarda il quadro programmatico, resta essenziale che l'efficacia delle misure strutturali non sia minata da ritardi e incertezze e che l'attività di consumo e quella di investimento siano sostenute da una piena fiducia delle famiglie e delle imprese sulla continuità dell'azione di riforma.

[...]

Occorre sfruttare le condizioni finanziarie e monetarie, in questo periodo particolarmente favorevoli soprattutto grazie alla politica monetaria eccezionalmente espansiva dell'Eurosistema. È giusto non ostacolare un'economia che stenta a ripartire. Ma, d'ora in poi, nella misura in cui il miglioramento del quadro macroeconomico si consoliderà e proseguirà, esso dovrà essere utilizzato per accelerare il riequilibrio della finanza pubblica. Il ridimensionamento del debito, che resta tra i più pesanti d'Europa, non va perseguito solo perché richiesto dalle regole europee (e nazionali) di bilancio; lo impongono i principi della buona amministrazione e la necessità di mettere il Paese in condizioni di sicurezza rispetto a eventuali cambiamenti negli umori dei mercati, che non possono mai escludersi e che colpiscono le finanze pubbliche tanto più duramente quanto più fragili sono le condizioni di partenza.

Riquadro 4

Audizione della Corte dei conti sul Documento di economia e finanza 2015, 21 aprile 2015

In altri termini, l'azione del Governo continua a muovere, quindi, entro vincoli molto stretti. Ove gli elementi che compongono il quadro macroeconomico e di finanza pubblica del DEF dovessero combinarsi con un minor livello di efficacia delle misure assunte con la Legge di stabilità, come emerge nelle simulazioni che i Centri di consenso hanno predisposto per la Corte (si veda il riquadro “Il quadro tendenziale di finanza pubblica nella previsione di Consenso”), gli spazi di manovra potrebbero risultare ridotti. Oggi, forse più che nel recente passato, le condizioni favorevoli che caratterizzano le economie dell’Unione offrono quei margini di opportunità che è indispensabile cogliere per portare a compimento i processi di riforma avviati e trarne i benefici in termini di crescita. Di questo è ben avvertito il Governo allorché, nell’impianto di finanza pubblica, prevede di utilizzare le risorse, ancorché esigue, che dovessero derivare da un miglioramento dei saldi per rafforzare il processo di riforma. E per tale finalizzazione dovrebbero essere conservate.

Riquadro 5

Audizione della Corte dei conti sul Documento di economia e finanza 2015, 21 aprile 2015
Analisi degli effetti della clausola di salvaguardia (estratto)

Il comma 718 della Legge di stabilità 2015 (Legge 23 dicembre 2014, n. 190) introduce, a tutela dei saldi di finanza pubblica, una clausola di salvaguardia⁽¹⁾ sulle aliquote dell’Iva ordinaria e ridotta, volta ad ottenere un aumento di gettito fiscale che la Relazione Tecnica quantifica pari a 12,8 miliardi nel 2016, a 19,2 miliardi nel 2017 e a 21,3 miliardi dal 2018 (Tavola R6.1).

TAVOLA R6.1 - CLAUSOLA DI SALVAGUARDIA: AUMENTO DI GETTITO ATTESO (*milioni di euro*)

	2016	2017	2018
Dal 10% al 12%	4.638	4.638	4.638
Dal 12% al 13%		2.319	2.319
Dal 22% al 24%	8.176	8.176	8.176
Dal 24% al 25%		4.088	4.088
Dal 25% al 25.5%			2.044
Totale	12.814	19.221	21.265

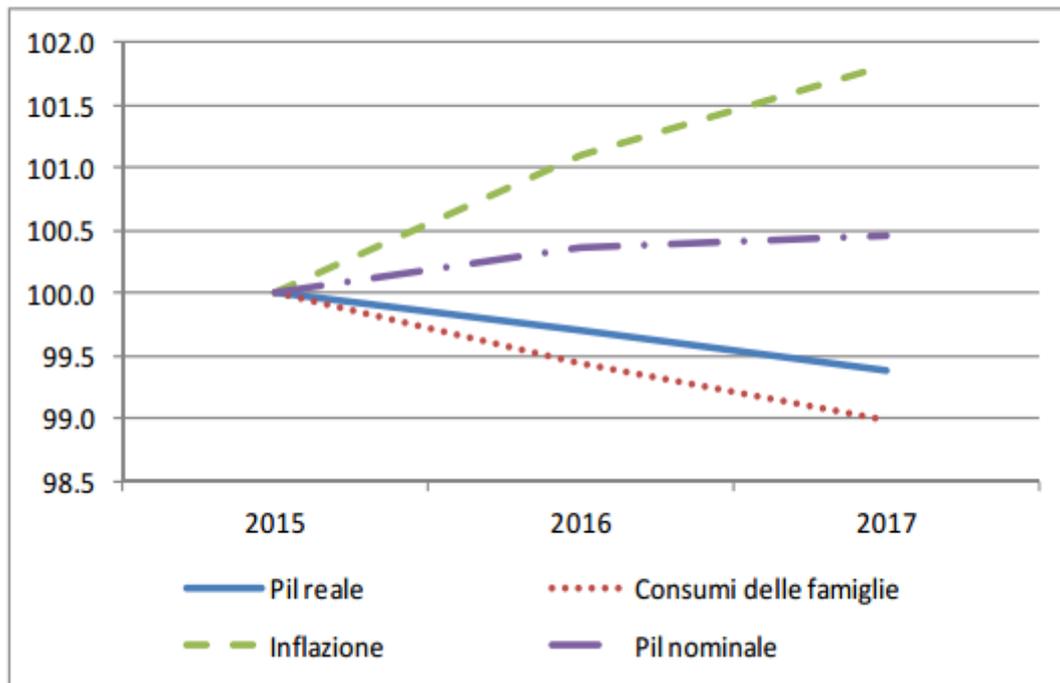
Fonte: Relazione tecnica alla Legge di stabilità 2015.

[...]

L’aumento delle aliquote comporterebbe un aggravio impositivo pari a un punto percentuale medio in termini di pressione fiscale e al 12,5 per cento in termini di gettito Iva. In questo riquadro si illustrano i risultati di un esercizio di simulazione con cui i tre Istituti di ricerca hanno misurato, all’interno dei propri modelli econometrici e per il biennio 2016- 2017, l’impatto di un tale aumento di imposizione indiretta.

Segue alla pagina successiva

GRAFICO R6.1 - IMPATTO DELL'APPLICAZIONE DELLA CLAUSOLA DI SALVAGUARDIA:
SCOSTAMENTI DAL BASELINE



Fonte: elaborazioni di Consenso

I risultati dell'esercizio sono riassunti nel grafico R6.1, in termini di scostamenti cumulati dallo scenario costruito in assenza di clausola di salvaguardia (baseline). La variabile da cui parte la trasmissione dello shock della clausola di salvaguardia all'economia è il livello dei prezzi. Nella valutazione di Consenso, si registrerebbe nel 2016 un aumento di un punto del tasso di inflazione; nella media del biennio, la maggiore inflazione cumulata sarebbe pari a 1,8 punti. Questi risultati implicano una traslazione quasi completa delle maggiori imposte indirette sui prezzi: un'ipotesi che potrebbe sembrare eccessiva alla luce di quanto avvenuto in corrispondenza dell'aumento dell'Iva di ottobre 2013 (dal 21 al 22 per cento). In quel caso, infatti, i prezzi reagirono in misura contenuta, evidenziando una traslazione di circa il 40 per cento, molto inferiore rispetto alle precedenti esperienze storiche in cui si era sempre osservata una traslazione completa.

[...]

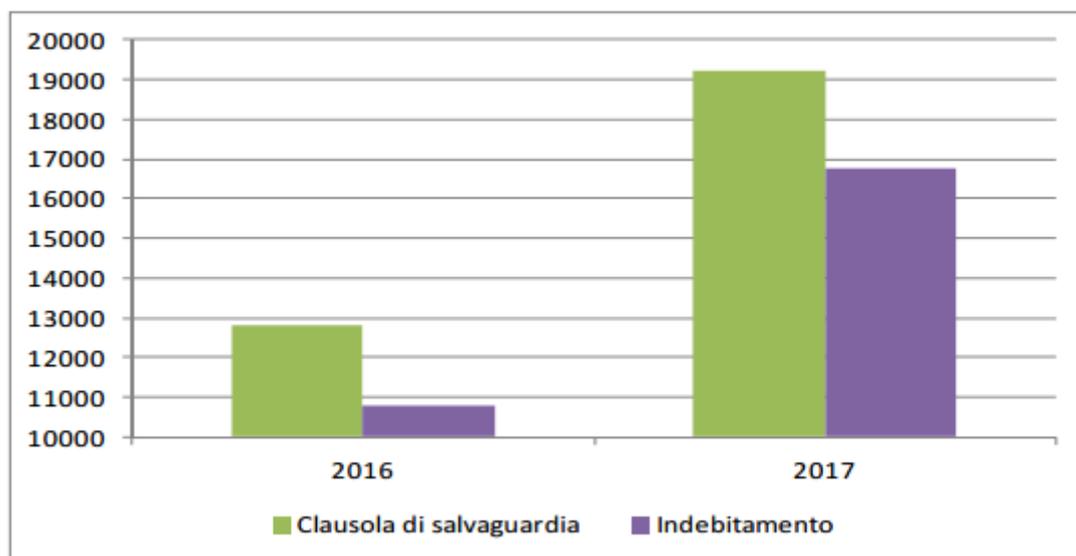
Dato l'impatto sull'inflazione, i modelli dei tre Istituti identificano nella perdita di reddito disponibile reale, ossia di potere d'acquisto delle famiglie, il canale attraverso cui si trasmettono impulsi recessivi all'economia. Alla riduzione "fiscale" del potere d'acquisto corrisponde un ridimensionamento della dinamica dei consumi delle famiglie, con una perdita cumulata nel biennio pari a un punto percentuale. L'impatto recessivo sul Pil è di minori dimensioni, dal momento che parte dei minori consumi si trasferisce sulle importazioni, ossia su una componente negativa della domanda aggregata. Il prodotto nazionale perde, rispetto alla simulazione baseline, 0,6 punti.

[...]

Segue alla pagina successiva

L'eventuale grado di protezione dei salari rispetto all'aumento dell'inflazione "fiscale" è naturalmente un elemento di incertezza all'interno della simulazione. In una fase di elevata disoccupazione e di aumentata flessibilità del mercato del lavoro, quale quella che stiamo sperimentando, i tre Istituti ritengono però improbabile una completa copertura dei salari attraverso i meccanismi di indicizzazione. In ogni caso, il successivo recupero dell'inflazione nei salari comporta, a parità di altre condizioni, un aumento del costo del lavoro e una riduzione del livello di occupazione, determinato non solo dalla minore domanda ma anche dalla modificazione dei prezzi relativi dei fattori. Questo effetto tende a crescere nel tempo, non si stabilizza nell'orizzonte di previsione e amplifica, rispetto ad altri interventi di aggravio fiscale, l'impatto depressivo della manovra sull'Iva. Il combinato disposto di maggiore inflazione e minore crescita determina, all'interno della simulazione di consenso, una maggiore crescita del Pil nominale che, a fine periodo, registrerebbe una maggiore crescita cumulata di mezzo punto percentuale rispetto al baseline. Un risultato che segnala come, ai fini del contenimento di obiettivi di bilancio espressi in quota di Pil nominale, la manovra sull'Iva possa presentare dei vantaggi aggiuntivi rispetto ad altri tipi di interventi che non bilanciano gli effetti recessivi con un incremento dei prezzi o che possono innescare meccanismi di tipo deflazionistico. L'applicazione della clausola ha effetti significativi sull'indebitamento, che si riduce di quasi 17 miliardi nel biennio (Grafico R6.2).

GRAFICO R6.2 - DIMENSIONI DELLA CLAUSOLA DI SALVAGUARDIA E SUO EFFETTO SULL'INDEBITAMENTO PUBBLICO: milioni di euro



Fonte: elaborazioni di Consenso

Il **Riquadro 5** riporta i risultati di una ricerca svolta per la Corte dei Conti da tre Istituti (non meglio precisati nella trattazione) sull'impatto delle clausole di salvaguardia sul PIL. L'aspetto sconcertante è che l'aumento IVA previsto da tali clausole avrebbe un effetto benefico su PIL e indebitamento, più che compensando l'effetto recessivo. Ciò che sembra sfuggire a questo esame è però la valutazione dello stremo del Paese. A pensar male, si sa, si fa peccato, ma questa analisi fornisce più di una tentazione a creare le condizioni per l'intervento, magari non di tutte, ma probabilmente di qualcuna delle clausole di salvaguardia.

I contributi per la stabilità

(Milioni di Euro)	Prestiti bilaterali	Contributi EFSF	Contributi ESM	Totale
Anno 2010	3.909			3.909
Anno 2011	8.498	3.110		11.608
Anno 2012	10.007	26.925	5.732	42.664
Anno 2013	10.008	34.148	11.465	55.621
Anno 2014	10.008	35.990	14.331	60.329
1 Trim. 2015	10.008	33.893	14.331	58.232

Tabella 7: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino al 1 trim. 2015
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Nella **Tabella 7** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia; le somme sono leggermente diminuite rispetto a fine 2014.

La **Tabella 8** riporta invece il dettaglio del sostegno finanziario per anno e per Paese.

**Dettaglio del sostegno finanziario italiano ai paesi della UEM in difficoltà
per anno, strumento e paese beneficiario**
(miliardi di euro)

ANNO	EFSF				Prestiti bilaterali	Contributo al capitale dell'ESM	TOTALE (per anno)
	Grecia	Irlanda	Portogallo	Totale	Grecia		
2010	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	3,9
2011	0,0	1,6	1,6	3,1	6,1	0,0	9,2
2012	20,8	0,9	2,2	23,8	0,0	5,7	29,5
2013	4,9	1,1	1,3	7,2	0,0	5,7	13,0
2014	1,6	0,0	0,2	1,8	0,0	2,9	4,7
2015 (1)	-2,1	0,0	0,0	-2,1	0,0	0,0	-2,1
Totale (per strumento e paese)	25,1	3,5	5,2	33,9	10,0	14,3	58,2

Fonte: per gli aiuti erogati dall'EFSF, elaborazioni su dati Eurostat; per i prestiti bilaterali e il contributo al capitale dell'ESM, elaborazioni su dati tratti dalla Tesoreria dello Stato.

(1) I dati si riferiscono al primo bimestre.

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

Riquadro 6

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

Contributi EFSF: versamenti al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

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

Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2014			2015		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	33.350	19.762	13.588	34.024	19.487	14.537
Febbraio	28.586	47.880	-19.294	28.012	55.006	-26.994
Marzo	32.067	42.728	-10.661	32.569	55.390	-22.821
Aprile	30.448	50.538	-20.090			
Maggio	33.403	45.809	-12.406			
Giugno	48.170	33.909	14.261			
Luglio	41.627	57.409	-15.782			
Agosto	34.210	27.470	6.740			
Settembre	27.487	32.817	-5.330			
Ottobre	30.897	33.124	-2.227			
Novembre	34.359	46.973	-12.614			
Dicembre	90.235	101.800	-11.565			
Incremento	464.839	540.219	-75.380	94.605	129.883	-35.278

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

I fatti

- Nel I trim 2015 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 35,3 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2014 era stato di 16,4 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel I trim. 2015 è stata di 31,5 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel I trim. 2014 è stata di 31,3 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel I trim. 2015 è stata di 43,3 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel I trim. 2014 è stata di 36,8 miliardi.
- Nel periodo I trim. 2015 le entrate tributarie ammontano a 88.536 milioni di euro (-103 milioni di euro, pari a -0,1%). Le imposte dirette si attestano a 50.244 milioni di euro (+1.221 milioni di euro, pari a +2,5%) e le imposte indirette risultano pari a 38.292 milioni di euro (-1.324 milioni di euro, pari a -3,3%).

Il commento

La **Tabella 9** riporta l'andamento delle entrate e delle uscite per gli anni 2014 e 2015; 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 media delle entrate nel I trim. 2015 sia stata pressoché la medesima del 2014; mentre la media delle uscite nel I trim. 2015 è stata superiore di circa 6,5 miliardi rispetto all'anno precedente.

Il risultato riportato nella **Tabella 10** mostra che quindi il 2015 presenta degli sbilanciamenti nelle uscite maggiore del medesimo periodo dell'anno precedente; per riassumere si spende più di quanto si incassa e lo si fa con un ritmo maggiore a quanto lo si faceva nel 2014.

Entrate	Uscite	Differenza
201	6.504	-6.304

Tabella 10: Scostamento su media entrate e uscite mensili tra I trim. 2014 e 2015
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Lo stock di Titoli di Stato

(Milioni di Euro)	Titoli di Stato	Vita residua	Interessi passivi	Tasso Medio
Anno 2006	1.256.946	6,77	68.578	5,46%
Anno 2007	1.288.578	6,85	77.126	5,99%
Anno 2008	1.356.207	6,82	81.161	5,98%
Anno 2009	1.446.133	7,07	71.288	4,93%
Anno 2010	1.526.334	7,20	68.836	4,51%
Anno 2011	1.586.741	6,99	76.416	4,82%
Anno 2012	1.638.724	6,62	84.086	5,13%
Anno 2013	1.722.670	6,43	77.942	4,52%
Anno 2014	1.782.233	6,38	75.182	4,22%
1 Trim. 2015	1.831.188	6,45	20.242	NA
Aprile 2015	1.842.039	6,46	NA	NA
Ottobre 2014				

Tabella 11: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad aprile 2015
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

I fatti

- Circolante titoli di Stato ad aprile 2015 pari a 1.842 miliardi; record storico.
- Vita media residua a 6,46 anni, lievemente superiore ai minimi (6,31).
- Dal 2006 al I trim. 2015 sono stati pagati oltre 700 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a ottobre: BOT 0,08%, BTP 0,90%, CCT 0,57.

Il commento

Record su record; il circolante di titoli di Stato ha raggiunto i 1.842 miliardi spinto dalla necessità del fabbisogno pubblico (**Figura 2**). Dal 2006 al I trim. 2015, nove anni, sono stati pagati oltre 700 miliardi di interessi, una cifra da capogiro.

Eppure il Premier o il Ministro delle Finanze affermano che è tutto sotto controllo e pienamente sostenibile. È vero che negli ultimi due anni la spesa per interessi è diminuita passando dagli 84 miliardi del 2012 ai 75 del 2014, ma è altrettanto vero che questo risparmio di spesa non si è tradotto in una riduzione del debito – che in realtà è salito – ma ha finanziato nuovi interventi di Stato.

È evidente che questa situazione di bassi tassi non possa durare in eterno e incrementare il circolante di titoli di Stato aumenta l'esposizione alla variazione dei rendimenti; la forte preponderanza di tasso fisso non è di per sé sufficiente a scongiurare uno shock in quanto il Dipartimento del Tesoro deve emettere nuovi titoli per circa 460 miliardi l'anno al fine di rimpiazzare quelli in scadenza. Ne consegue che sarebbe sufficiente un aumento dei rendimenti dell'1% per generare un aggravio di spesa di 4,5-5 miliardi l'anno; questa cifra cumulerebbe annualmente, quindi il secondo anno il maggior aggravio sarebbe di 9-10 miliardi, il terzo di 14-15 e così via sino a raggiungere un maggior costo di 19 miliardi circa.

Osservatorio Quantitative Easing

Caratteristiche riassuntive

Acquisto di titoli di Stato dell'Eurozona e di enti sovranazionali, oltre ad ABS e Covered Bond.

Gli acquisti sono di 60 miliardi al mese tra marzo 2015 e settembre 2016 prorogabili.

I titoli acquistati avranno una vita residua tra 2 e 30 anni e, per evitare effetti distorsivi, non dovranno superare il 25 per cento del valore della singola emissione e il 33 per cento del debito emesso da ogni governo.

La Bce non potrà acquistare titoli con un rendimento negativo inferiore allo 0,2 per cento fissato dalla stessa Bce come tasso dei depositi.

Per l'Italia la "chiave capitale" (quota di acquisto) è pari a circa il 17,5 per cento; la Bce deterrà l'8 per cento delle attività aggiuntive acquistate, mentre la parte restante sarà di competenza della Banca d'Italia.

Stando alle informazioni disponibili, dei 60 miliardi di acquisti mensili, in base alla chiave capitale 10,5 miliardi saranno diretti ad acquisti di titoli italiani. Tali acquisti mensili si ripartiranno tra Covered Bond e ABS (circa 1,5 miliardi), titoli di istituzioni europee (circa 1,1 miliardi) e titoli di Stato (circa 7,9 miliardi). Complessivamente gli acquisti di titoli di Stato italiani si dovrebbero attestare a 150 miliardi (79 nel 2015 e 71 nei primi nove mesi del 2016), dei quali 130 acquistati dalla Banca d'Italia e i rimanenti 20 miliardi acquistati direttamente dalla Bce.

Aggiornamento a fine aprile 2015

- Portafoglio di titoli di Stato acquistati: 15,189 miliardi.
- Durata media finanziaria: 8,41 anni

Ma altre nubi si addensano all'orizzonte, in primis quella dei derivati di Stato a cui avevamo riservato un Riquadro nello scorso Osservatorio; rimandiamo per ulteriori dettagli all'articolo di Maurizio Mazziero su *Capire davvero la crisi* dal titolo [Debito più derivati: una bomba ad orologeria per l'Italia](#).

Quello che sembrerebbe emergere è un utilizzo piuttosto disinvolto dei derivati, non sempre impiegati a soli fini di copertura vista la presenza di contratti di vendita di swaption, che ha portato a un valore negativo delle posizioni per 42,06 miliardi. Dalle tavole sulla [notifica dell'indebitamento netto dell'Istat](#) risulterebbe che nel solo 2014 i derivati avrebbero contribuito all'indebitamento per 3,6 miliardi, mentre dal 2011 al 2014 l'Italia avrebbe sborsato 12,4 miliardi a cui andrebbero aggiunti altri 4,5 miliardi per oneri derivanti dalla rinegoziazione dei contratti.

Come si può notare il conto è estremamente salato e non ha eguali in nessuno dei paesi dell'Eurozona che utilizzano i derivati; non solo, vi sarebbero anche paesi che da queste operazioni avrebbero guadagnato lautamente, come il Belgio che nel periodo dal 2011 al 2014 avrebbe incassato 1,2 miliardi contro spese di rinegoziazione di 0,1 miliardi.

Pur smentendo situazioni preoccupanti, sembrerebbe che a via XX settembre si voglia ora cambiare strategia; il Ministro Padoan avrebbe affermato sul finire di aprile di propendere per una graduale chiusura o ristrutturazione delle posizioni.

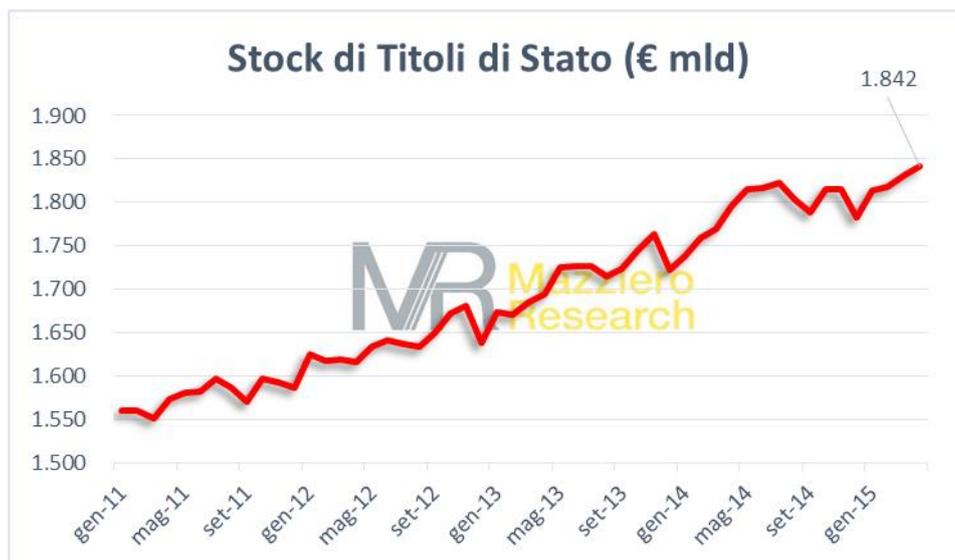


Figura 2: Circolante di Titoli di Stato dal 2011 ad aprile 2015
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

Un'altra patata bollente che si aggira da tempo è quella dei crediti bancari in sofferenza; secondo gli orientamenti verrebbe creata una *bad bank* a cui far affluire i 300-350 miliardi di crediti deteriorati, pari a circa il 17% dei prestiti concessi dalle banche in Italia. L'operazione molto probabilmente non sarebbe indolore per le casse statali, in quanto si ipotizza la creazione un veicolo di iniziativa pubblica che acquisterebbe a prezzi di mercato sofferenze, relative alle sole imprese, sino a 100 miliardi.

L'azione di supporto del Governo al mondo bancario sarebbe pienamente aderente alle raccomandazioni di Bruxelles, si veda il **Riquadro 2** al punto 4.

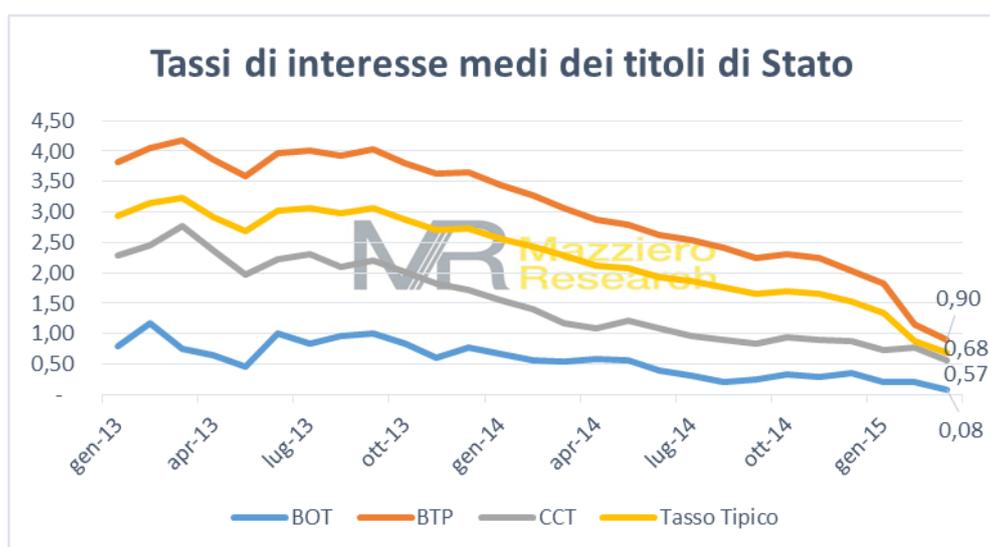


Figura 3: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da gen. 2013 a mar. 2015
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 12** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse medio di marzo 2015 calcolato dalla Banca d'Italia pari allo 0,08%.

Elenco costi		Rendimento BOT Annuale	0,0800%
Ritenuta fiscale	0,0100%		
Bollo conto titoli	0,2000%		
Commissione bancaria	0,1500%		
Decurtazione da inflazione	0,0000%		
		Costi	0,3600%
		Rendimento netto	-0,2800%

*Tabella 12: Calcolo rendimento netto di un investitore in Bot
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

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

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

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

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

Dove: r = tasso di rendimento lordo;

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

Occorre precisare che, con un valore medio dell'inflazione pari a 0%, 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 12** mostra che a fronte di un rendimento lordo dello 0,08% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,2800%.

Investimento in BOT	1.000,00
Rendimento BOT Annuale	0,80
Costi	3,60
Rendimento netto	- 2,80

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

La **Tabella 13** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno 0,80 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 3,60 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 2,80 euro di tasca propria.



Figura 4: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2010 ad aprile 2015 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 3** mostra come sia proseguita la diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato; da metà marzo comunque si sta assistendo a un progressivo incremento dei rendimenti richiesti dal mercato che ha portato il tasso di un BTP a 10 anni dall'1 all'1,9% di metà maggio.

Il **Riquadro 8** riporta come di consueto il rendimento derivante dall'investimento di mille euro in un BOT annuale.



Figura 5: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2015 (€mln) (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 5** mostra l'ammontare di titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2015, sebbene al momento i mercati non presentino particolari nervosismi i rinnovi superiori ai 30 miliardi potrebbero comunque presentare delle sorprese; i mesi di giugno, agosto e dicembre sono i più impegnativi da qui a fine 2015.

La **Figura 6** mostra il piano delle scadenze sino al 2025; occorre ricordare che il decrescere dell'ammontare nel tempo presenta a una conformazione usuale e che periodicamente la somma allocata in Bot viene ricollocata con nuove emissioni.



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



Figura 7: Tipologia dei Titoli di Stato da aprile 2011 ad aprile 2015
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
129.627	-	128.213	66.139	1.228.008
BTP €i	BTP Italia	BTP atipici	Esterο €	Esterο Valuta
133.310	103.835	463	50.050	2.394

Tabella 14: Composizione dei Titoli di Stato ad aprile 2015 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

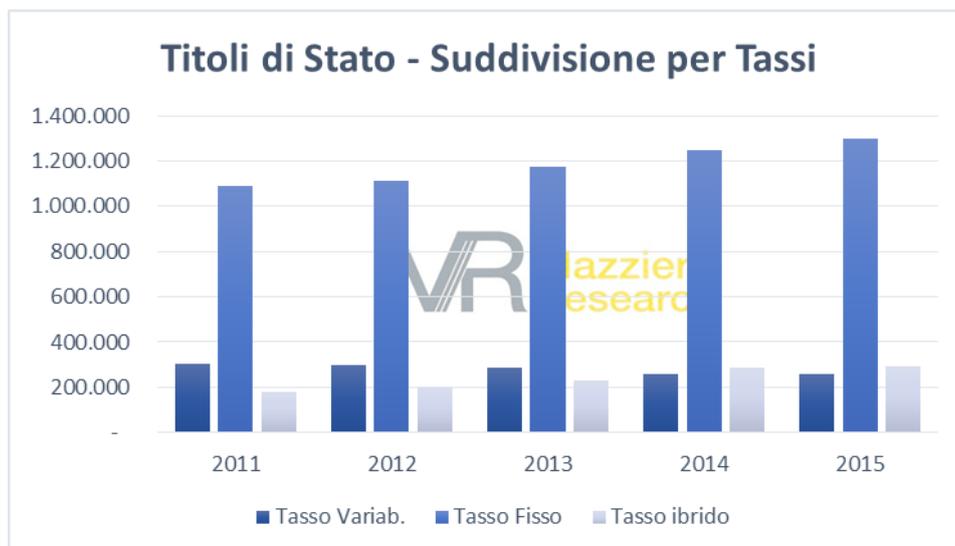


Figura 8: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato da aprile 2011 ad aprile 2015 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 9** presenta la suddivisione della detenzione di Titoli di Stato per classi di investitori a novembre 2014, mentre la **Figura 10** mostra la variazione nel tempo a partire da dicembre 2010.

Scende la somma detenuta dai sottoscrittori italiani, mentre sale la porzione detenuta all'estero; occorre specificare, inoltre, che la porzione di titoli di Stato detenuta da risparmiatori italiani mediante Sicav estere è inserita comunque nella categoria estero.

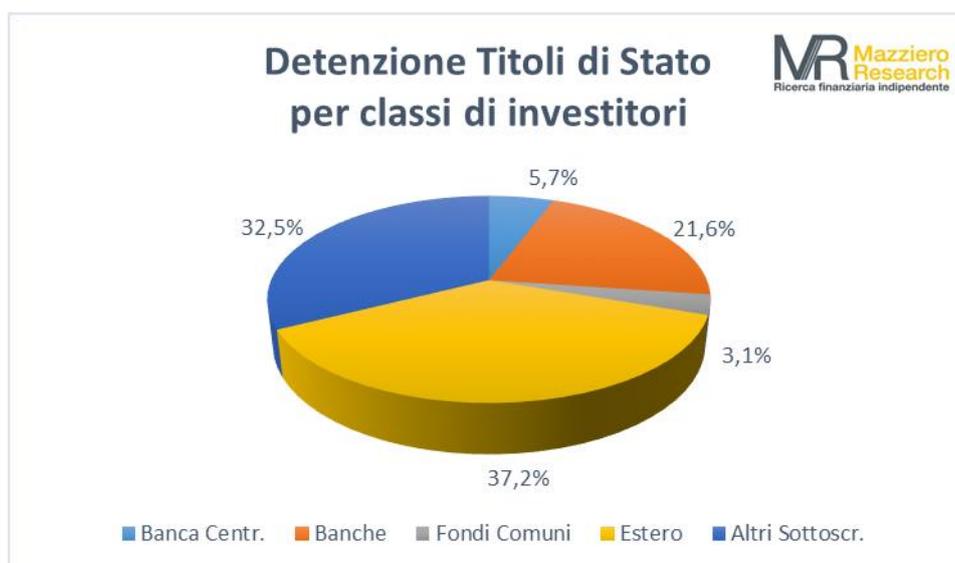


Figura 9: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori a novembre 2014 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

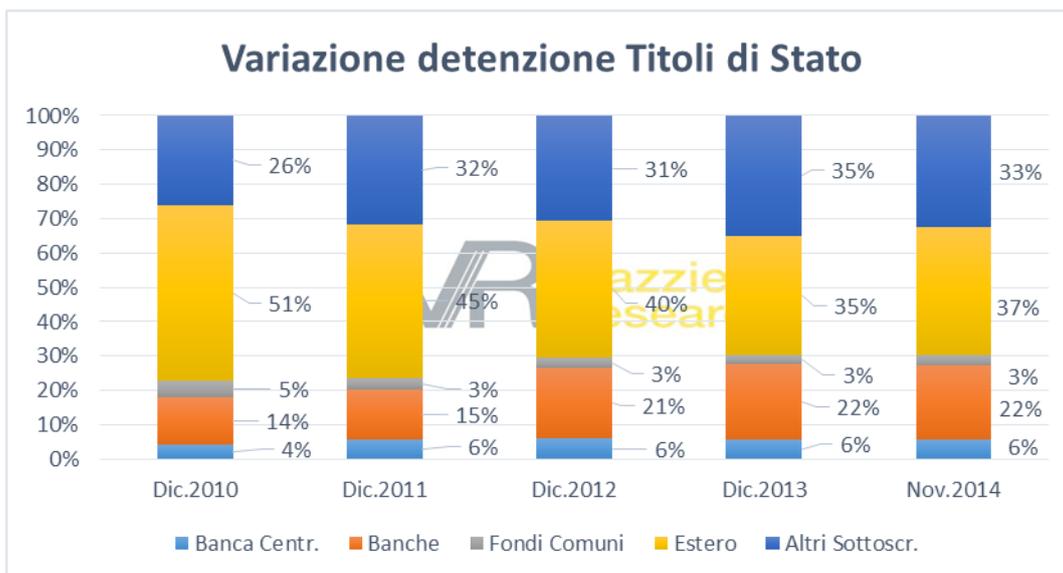


Figura 10: Variazione nelle classi di detenzione di Titoli di Stato da dic. 2010 a nov. 2014 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	30.066		24%
Riserve verso FMI	3.141		3%
Diritti speciali prelievo	7.645		6%
Oro	82.958		66%
Altre attività di riserva	948		
Totale Riserve		124.758	100%

Tabella 15: Riserve Banca d'Italia ad aprile 2015 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Le riserve ufficiali ad aprile 2015 ammontano a 125 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a gennaio 2014 è una riduzione di circa 5 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 66% delle riserve totali.

Il commento

Le variazioni rispetto al precedente Osservatorio sono in gran parte attribuibili alla variazione del prezzo dell'oro e del corrispondente cambio tra euro e dollaro.

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%	115,29%	2,08%
Anno 2011	1.638.857	86.971	1.907.479	3,50%	116,39%	1,94%
Anno 2012	1.615.131	-23.726	1.988.901	3,00%	123,14%	-0,85%
Anno 2013	1.609.462	-5.669	2.068.722	2,90%	128,53%	-0,60%
Anno 2014	1.616.048	6.585	2.134.920	3,00%	132,11%	-0,40%
Anno 2015 (st.DEF)	1.638.983	22.935	2.172.170	2,50%	132,40%	0,70%
Anno 2016 (st.DEF)	1.687.708	48.725	2.201.337	1,80%	130,30%	1,40%
Anno 2017 (st.DEF)	1.738.389	50.681	2.212.249	0,20%	127,20%	1,50%
Anno 2018 (st.DEF)	1.788.610	50.221	2.213.465	-0,50%	123,70%	1,40%
Anno 2019 (st.DEF)	1.840.954	52.344	2.218.180	-0,90%	120,20%	1,30%
Anno 2015 (st.UE)	1.625.744	9.696	2.163.865	2,60%	133,10%	0,60%
Anno 2016 (st.UE)	1.643.627	17.883	2.146.577	2,00%	130,60%	1,40%
Anno 2015 (st.FMI)	1.624.128	8.080	2.162.417	2,60%	136,40%	0,50%
Anno 2016 (st.FMI)	1.641.993	17.865	2.175.888	2,50%	134,10%	1,10%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	69.426	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 2015 (st.OCSE)	1.609.583	-6.464	2.137.527	2,70%	132,80%	0,60%
Anno 2016 (st.OCSE)	1.625.679	16.096	2.170.282	1,80%	133,50%	1,30%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti

Tabella 16: 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 primo trimestre il PIL sale dello 0,3% rispetto al trimestre precedente; resta invece invariato (0,0%) su base annua.
- Il PIL resta del 9,4% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2015 è +0,2%.
- La produzione industriale da gennaio a marzo è salita dello 0,3% rispetto al trimestre precedente.

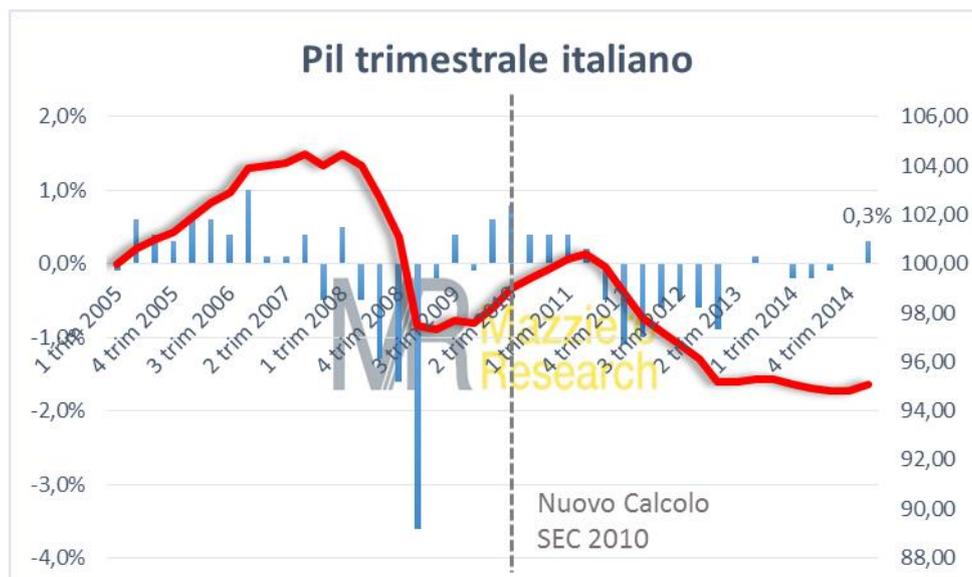


Figura 11: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 1 Trim. 2015
(Elaborazione su dati Istat)

Il commento

La ripresa c'è, è innegabile, ma è ancora troppo fragile in quanto le condizioni di contorno sono dense di incognite. Tecnicamente la recessione è finita e si potrebbe anche raggiungere l'obiettivo del DEF che prevede una crescita dello 0,7% per il 2015; non dobbiamo tuttavia trascurare il fatto che questa rilevazione del PIL trimestrale corrisponde a un periodo in cui si è interamente dispiegato l'effetto della cosiddetta "congiunzione astrale":

1. Bassi prezzi del petrolio
2. Euro debole contro dollaro
3. Quantitative easing della BCE.

Ad oggi già due elementi della terna iniziano a vacillare: il petrolio è aumentato del 45% da metà marzo e l'euro ha già messo a punto un buon recupero rispetto al dollaro. Come se non bastasse anche i rendimenti dei titoli di Stato sono tornati a salire.

TAVOLA II.1: QUADRO MACROECONOMICO TENDENZIALE (variazioni percentuali, salvo ove non diversamente indicato)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ESOGENE INTERNAZIONALI						
Commercio internazionale	3,2	4,0	5,3	5,3	5,4	5,4
Prezzo del petrolio (Fob, Brent)	99,0	56,7	57,4	57,4	57,4	57,4
Cambio dollaro/euro	1,329	1,081	1,068	1,068	1,068	1,068

Tabella 17: I presupposti esogeni del DEF
(Documento di Economia e Finanza)

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	0,4%	0,2%	-0,5%	-1,1%
2012	-1,0%	-0,6%	-0,5%	-0,6%
2013	-0,9%	0,0%	0,1%	0,0%
2014	-0,2%	-0,2%	-0,1%	0,0%
2015	0,3%			

Legenda colori
Variatione Trimestrale
 <-0,2 -0,2<>0,2 >0,2

Tabella 18: PIL trimestrale dal 2005 al 1 Trim. 2015
 (Elaborazione su dati Istat)

La **Tabella 17** riporta la Tavola II.1 a pag. 10 del DEF; si può notare come lo scenario di base ipotizzi condizioni di cambio stabile a 1,068 dollari per euro e un petrolio Brent a 57,4 dollari per barile sino al 2019 (si veda anche l'articolo di Maurizio Mazziere "[DEF: i numeri raccontano una realtà diversa](#)" sul sito Capiredavverolacrisi.com). A metà maggio 2015, poco prima della pubblicazione dell'Osservatorio, il cambio euro contro dollaro ha superato 1,14 e il petrolio Brent è vicino a 67 dollari il barile, ben 10 dollari in più dello scenario tracciato dal DEF.

È chiaro che tutto ciò rende lo scenario di base meno favorevole ed è plausibile che possa avere un impatto sugli spazi di manovra del Governo; inoltre, se Bruxelles dovesse bocciare l'estensione della *reverse charge* anche alla grande distribuzione (modalità inversa di pagamento dell'IVA) a luglio scatterebbe la clausola di salvaguardia che prevede un aumento delle accise sui carburanti per oltre 700 milioni. È ovvio che questi siano dei macigni enormi sulla ripresa ancora allo stato embrionale.

Riguardo all'intervento delle clausole di garanzia si veda anche il **Riquadro 5** e il successivo commento nel capitolo dedicato al Debito pubblico.

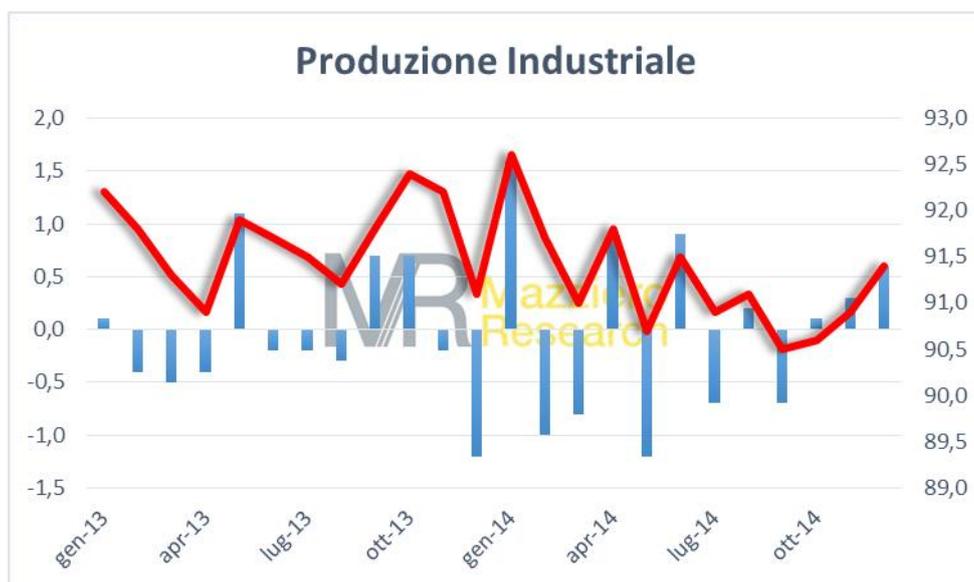


Figura 12: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a mar. 2015
 (Elaborazione su dati Istat)

L'inflazione

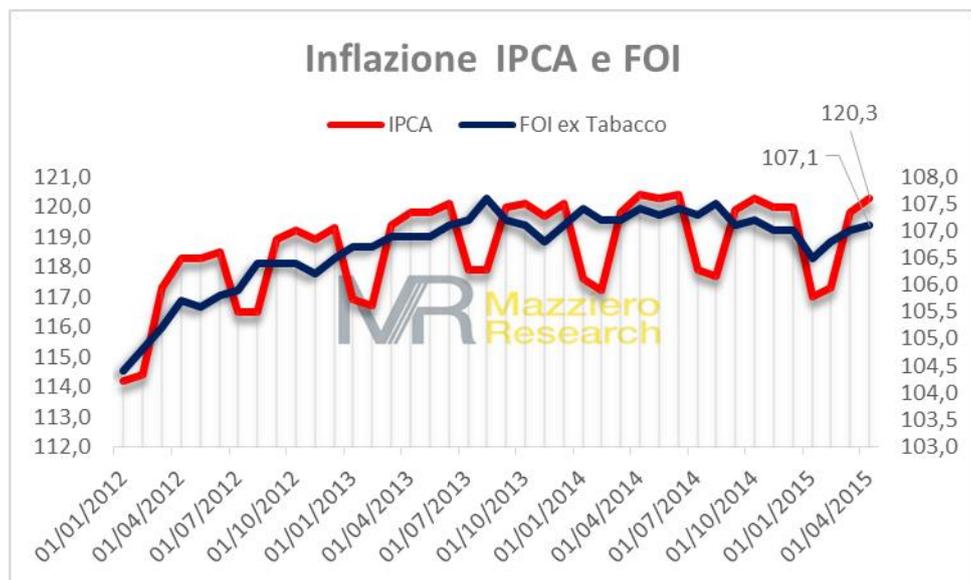


Figura 13: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2012 ad aprile 2015 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso annuo di inflazione IPCA ad aprile è pari allo -0,1%.
- Il tasso di inflazione medio IPCA nel 2014 è stato dello 0,2%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2015 è pari al 0,0%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2005, è pari a 120,3, appena sotto al precedente massimo storico dell'aprile 2014.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2010, è pari a 107,1, 0,5 punti al di sotto del massimo storico.

Il commento

I tassi deflativi registrati nei mesi scorsi iniziano a rientrare, con nuove letture positive mese su mese già a partire dal febbraio 2015 che hanno riportato la variazione annuale appena sotto allo zero per cento.

Se invece si dovesse guardare al valore dell'indice, nello specifico quello armonizzato IPCA, si potrebbe notare che pur con la deflazione dei mesi scorsi ci troviamo appena sotto al massimo storico già segnato nell'aprile 2014.

Cosa significa questo? Che malgrado i media abbiano saputo diffondere un discreto allarmismo per la deflazione, al fine di incoraggiare i consumi, il cittadino medio si trova una perdita del potere di acquisto rispetto a 10 anni fa che supera il 20 per cento.



Figura 14: Confronto del livello annuo di inflazione fra vari paesi (Elaborazione su dati Eurostat)

La **Figura 14** mostra, come di consueto, il raffronto del valore dell'inflazione fra i vari paesi ed è possibile notare come lo scenario deflativo si stia abbastanza stemperando, con valori fortemente negativi solo per Spagna e Svizzera. Valori abbondantemente sopra l'1% invece per Norvegia e Cina.

Riquadro 9

Inflazione acquisita

Indica la variazione media annua dell'indice ipotizzando che l'indice mantenga, nei restanti mesi dell'anno, il medesimo valore dell'ultimo dato mensile disponibile.

FOI (ex tabacchi)

Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati; la dicitura *ex tabacchi* indica l'esclusione nella rilevazione dei prezzi dei tabacchi. È una misura dell'inflazione rilevata in base ai consumi delle famiglie che fanno capo a un lavoratore dipendente.

NIC

Indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività. È una misura dell'inflazione considerando la collettività nazionale come un'unica grande famiglia.

IPCA

Indice dei prezzi al consumo armonizzato per i paesi dell'Unione Europea. È una misura dell'inflazione comparabile tra i diversi paesi europei, in base a una metodologia di calcolo comune definita da Eurostat.

La disoccupazione



Figura 15: Disoccupazione in Italia da gennaio 2012 a marzo 2015
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 13,0% a marzo; record storico 13,4% rilevato a novembre 2014. 43,1% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 43,7% rilevato a giugno e agosto 2014.
- Tasso di occupazione: 55,5% della popolazione tra 15 e 64 anni.
- Cassa integrazione: da gennaio a marzo 2015 autorizzate 170 milioni di ore. da gennaio a marzo 2014 furono autorizzate 265 milioni di ore.

Il commento

Un passo avanti e due indietro; come i gamberi!

I dati della disoccupazione vedono un pesante arretramento verso quella frontiera del 13% che è un po' lo spartiacque fra inferno e purgatorio; già, perché sino a che resteremo al di sopra del 10% non potremo mai pensare di aver imboccato nemmeno il viottolo che faticosamente porta al paradiso.

Il dato diventa ancor più grave se pensiamo che la lettura del 13% di disoccupazione è così pericolosamente vicino al record storico del 13,4% registrato nello scorso mese di novembre. E che dire di un bel 43,1% di disoccupazione giovanile? Anche qui siamo appena sotto al record di giugno e agosto 2014.

Se osserviamo il dato degli occupati, che sul finire dell'anno scorso ci aveva fornito qualche speranza, dobbiamo registrare un ulteriore nulla di fatto: il tasso resta al 55,5%, poco sotto al valore di fine 2014 e a una distanza colossale rispetto al 57% di inizio 2012; nel mezzo ci sono ben 600 mila posti di lavoro da recuperare.



Figura 16: Andamento occupazione da gennaio 2012 a marzo 2015
(Fonte: Istat)

E pensare che ci avevano fatto credere un paio di mesi fa che le riforme e il Jobs Act stavano per dispiegare i loro magici effetti e già si potevano contare 79 mila nuovi posti di lavoro. Fu il ministro Poletti a darne l'annuncio: "Nei primi due mesi dell'anno ci sono 79 mila nuovi contratti a tempo indeterminato"; "L'Italia riparte" gli fece eco un entusiastico tweet del premier Matteo Renzi.

	gen-feb	gen-feb	gen-feb	gen-feb 2014 su 2013		genn-feb 2015 su 2014	
	2013	2014	2015	variazione assoluta	variazione %	variazione assoluta	variazione %
Assunzioni a tempo indeterminato	273.689	254.870	307.582	-18.819	-6,9%	52.712	20,7%
Conversioni a tempo indeterminato di rapporti a termine	135.665	88.134	78.287	-47.531	-35,0%	-9.847	-11,2%
Apprendisti trasformati	16.881	16.309	17.517	-572	-3,4%	1.208	7,4%
TOTALE TEMPO INDETERMINATO	426.235	359.313	403.386	-66.922	-15,7%	44.073	12,3%
Assunzioni a termine	506.376	571.643	531.856	65.267	12,9%	-39.787	-7,0%
Assunzioni in apprendistato	39.410	37.914	33.641	-1.496	-3,8%	-4.273	-11,3%
TOTALE COMPLESSIVO	972.021	968.870	968.883	-3.151	-0,3%	13	0,0%

Fonte: INPS - elaborazione al 10 marzo 2015

Tabella 19 – Nuovi contratti di lavoro per il bimestre gennaio-febbraio 2015
(Fonte: Osservatorio sul precariato, Inps)

Fu sufficiente attendere l'uscita dell'Osservatorio sul precariato (**Tabella 19**), pubblicato dall'Inps, per constatare che quei 79 mila non erano nuovi posti di lavoro, ma semplicemente conversioni a tempo indeterminato di contratti a termine.

Invece, i nuovi posti di lavoro per il bimestre gennaio-febbraio erano in realtà 13, si badi bene non 13 mila, ma proprio TREDICI!

La situazione è poi migliorata nell'Osservatorio sul precariato pubblicato il 5 maggio in cui risulta una variazione assoluta delle assunzioni nel primo trimestre del 2015, rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente, di 50 mila nuovi posti di lavoro e 7 mila trasformazioni a tempo indeterminato di contratti esistenti.

Ma l'Italia ha anche un'altra anomalia ed è il fatto che la cassa integrazione è sì un ammortizzatore sociale, a cui si ricorre quando le aziende sono in difficoltà, ma anche una sorta di limbo per i dipendenti di aziende che probabilmente non riapriranno mai.

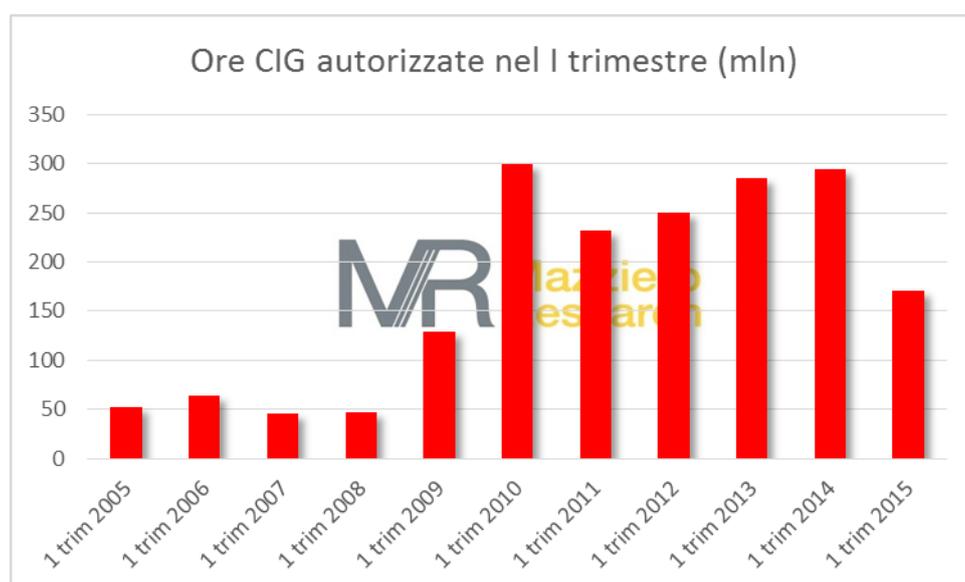


*Figura 17: Disoccupazione in Europa a marzo 2015
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Per un corretto confronto della disoccupazione con gli altri paesi dobbiamo quindi aggiungere al nostro tasso anche la percentuale derivante dalle ore autorizzate di cassa integrazione.

Il paragone è inclemente, dopo la Spagna che pur con un valore in contrazione resta a un esorbitante 23% di disoccupazione, noi abbiamo un poco rassicurante 14,4%, di cui un 1,4% attribuibile proprio al sostegno fornito della cassa integrazione.

Va in ogni caso rilevato che il primo trimestre del 2015 ha visto un forte ridimensionamento delle ore autorizzate: 170 milioni, raffrontabili con i 293 milioni di ore dell'ultimo trimestre del 2014 o con i 295 milioni di ore del medesimo periodo dell'anno 2014.



*Figura 18: Ore di cassa integrazione autorizzate nel primo trimestre dal 2005 al 2015
(Fonte: Inps)*

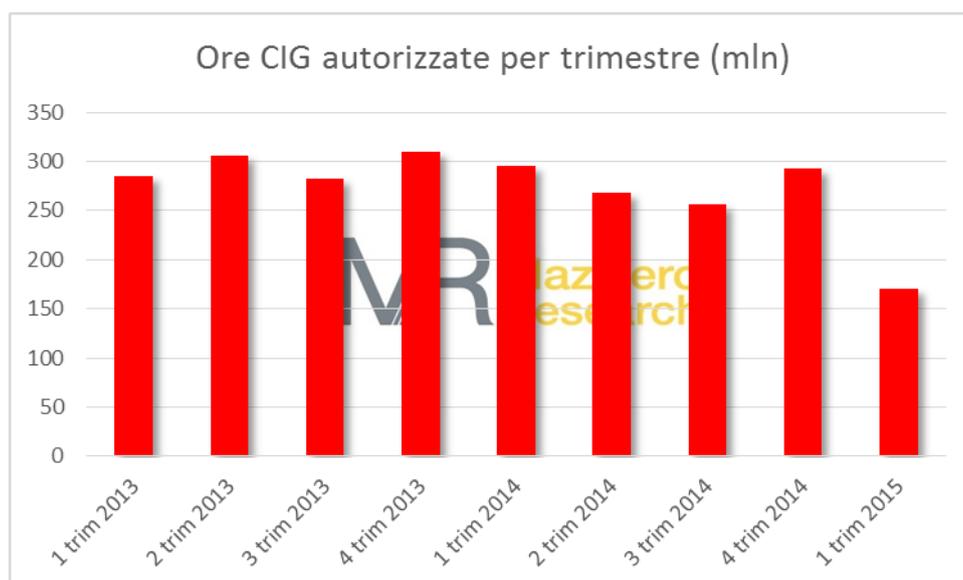


Figura 19: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2013 al 2015
(Fonte: Inps)

La tendenza per quanto riguarda la cassa integrazione è inequivocabilmente in diminuzione; non siamo in grado al momento di dire se si possa parlare di un segno di miglioramento o piuttosto non sia causato dal raggiungimento del massimo periodo concedibile per il trattamento di ammortizzazione sociale.

Riquadro 10

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

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

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

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

Approfondimenti

Il punto di Leonardo Baggiani

E se QE significasse “Quale” Easing?

Siamo nell'era del Quantitative Easing: le Borse salgono; i rendimenti scendono, si annullano... e assumono un aspetto “siberiano” su scadenze sempre più lunghe. Qua e là si rilevano segnali di ripresa economica... ma l'Italia si ostina a trascinarsi nelle ultime posizioni. La crisi greca tiene banco, e questo è tutto sommato un bene: finalmente si è smesso di parlare del falso problema della deflazione. Si può comunque dire che il nuovo bazooka di Draghi sta aiutando l'economia europea in generale? Si può ricavare qualche indizio anche dalla contabilità dell'Eurosistema.

Bilancio BCE – Marzo 2015					
(miliardi di euro)					
Attivo		% trim	Passivo		% trim
Finanziamenti	538	-9,1%	Base monetaria	1.370	+4,0%
Titoli	689	+12,2%	Depositi	0,023	-
Eestero	337	+7,4%	Eestero	54	-2,3%
Oro	344	+2,8%	FMI	56	+1,6%
Altro	342	+16,0%	Altro	344	+10,0%
			Mezzi propri	427	+4,2%
	2.251	+4,7%		2.251	+4,7%

Il primo trimestre del 2015 riflette la nota svolta di politica monetaria, come già evidente dal precedente Report di fine 2014. I finanziamenti al sistema bancario (voce “Finanziamenti”) si riducono di oltre € 50 miliardi, variazione più che compensata dall'incremento dell'esposizione in titoli (voce “Titoli”) per € 75 miliardi, cioè dall'incedere del programma di Quantitative Easing. Per arrivare però ai € 101 miliardi dell'incremento complessivo del bilancio nel primo trimestre del 2015 dobbiamo considerare l'incremento della posizione creditizia verso l'estero e soprattutto dell'aggregato “residuo” del bilancio (voce “Altro”) per € 47 miliardi, inclusivo quest'ultimo dell'allargamento progressivo delle linee di finanziamento di emergenza (la famosa ELA che, tra le altre cose, sta sostenendo la liquidità delle banche greche).

L'incremento dell'attivo si riflette nell'incremento della Base Monetaria (+ € 52 miliardi), dei Mezzi Propri (in parte per la rivalutazione delle riserve d'oro) e di altre voci. Alcuni particolari sono però di grande interesse: l'incremento della Base Monetaria è interamente ascrivibile all'incremento del ricorso delle banche commerciali alla *Deposit Facility* nonché ai conti correnti tenuti presso la BCE, mentre le banconote in circolazione risultano in leggero calo.

La BCE, in altre parole, finanzia il sistema bancario sostanzialmente attraverso la ELA – quindi in modo particolarmente mirato sulla Grecia – per poi in massima parte “sterilizzare” il tutto riducendo la liquidità dell'Eurosistema più in generale; in un certo senso sta creando una circolazione opposta al flusso in uscita di fondi dalla Grecia. Al contempo la BCE agisce creando Base Monetaria attraverso il QE, senza però incidere in modo importante sulla circolazione delle banconote ma gonfiando i depositi presso lei stessa. La maggior creazione netta di liquidità, in altre parole, non sembra fluire in modo deciso nell'economia reale bensì pare restare in un circuito in qualche modo “chiuso” della finanza.

Queste considerazioni portano a far seriamente temere che il QE vada a rivelarsi quel che molti si aspettavano (compreso me, nel Report di metà 2014): più che uno stimolo per l'economia reale europea – invero sempre più eterogenea nelle sua dinamicità – uno strumento di indebolimento dell'euro (da una parte la maggior quantità di euro “stampati”, dall'altra l'annientamento dei rendimenti dei titoli di Stato europei) così da sostenere alcune industrie esportatrici e caricare progressivamente il livello dei prezzi di maggiori costi delle importazioni. L'utilità macroeconomica del processo di re-flazione è tutta da discutere, ma un paio di punti possono essere considerati fermi: chi lavora con gli stock, come le attività di trading, ne ottiene un vantaggio diretto; i debitori netti ottengono una svalutazione in termini reali della propria posizione. È ormai quasi banale evidenziare quanto il problema del debito statale sia rilevante a livello europeo; per il resto invito a dare un occhio a quali siano ormai i principali capitoli di guadagno delle banche europee.

Leonardo Baggiani

Bibliografia

Banca Centrale Europea (2014) “*Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 27 marzo 2015*”, comunicato stampa 31/03/2015.

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

Mazziero Research (2015) “*Italia economia a fine 2014*”.

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 (ed ormai anche a rendimento nullo).

ELA (Emergency Liquidity Assistance): in aggiunta ai consueti canali di finanziamento della BCE alle banche commerciali, ogni singola Banca Centrale nazionale può concedere, su autorizzazione della BCE, una propria linea di finanziamento aggiuntiva, solitamente dietro garanzie di qualità peggiore rispetto a quanto altrimenti richiesto dalla BCE e quindi ad un tasso più alto.

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

Verso un sistema pensionistico sostenibile

In questi giorni è arrivata [l'importante sentenza della Corte costituzionale](#) in cui è stato ritenuto incostituzionale il congelamento della rivalutazione annua delle pensioni superiori a 3 volte la pensione minima previsto dalla riforma Fornero. In passato, si è già avuto modo di commentare la profonda ingiustizia dell'attuale sistema pensionistico e della riforma Fornero (si veda [il commento all'Osservatorio sul Debito Pubblico del primo trimestre 2012](#)). In questo numero, si procederà con l'analisi, mostrando alcuni dati che potrebbero aiutare ad inquadrare meglio la situazione, per poi fare qualche proposta per un sistema pensionistico sostenibile.

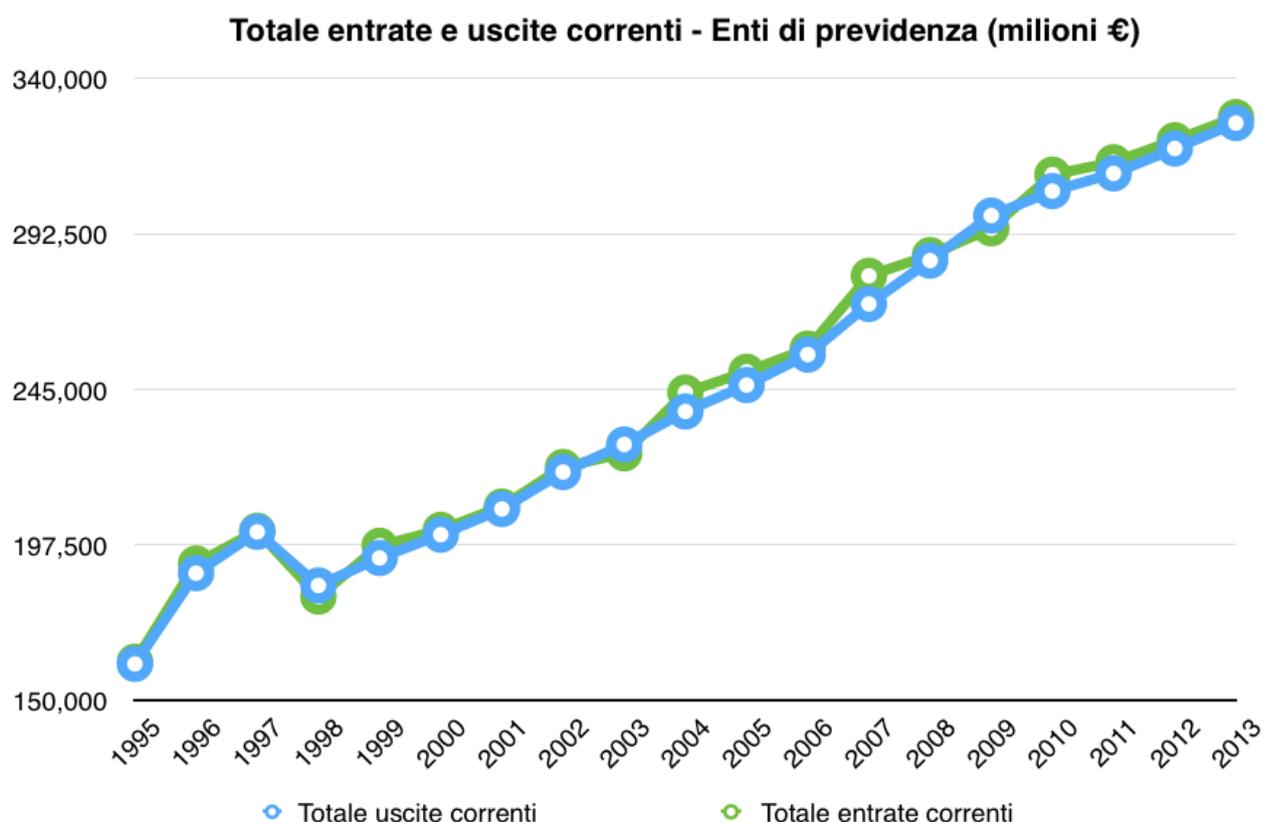


Figura 1: Totale entrate e uscite correnti - Enti di previdenza
Fonte: ISTAT

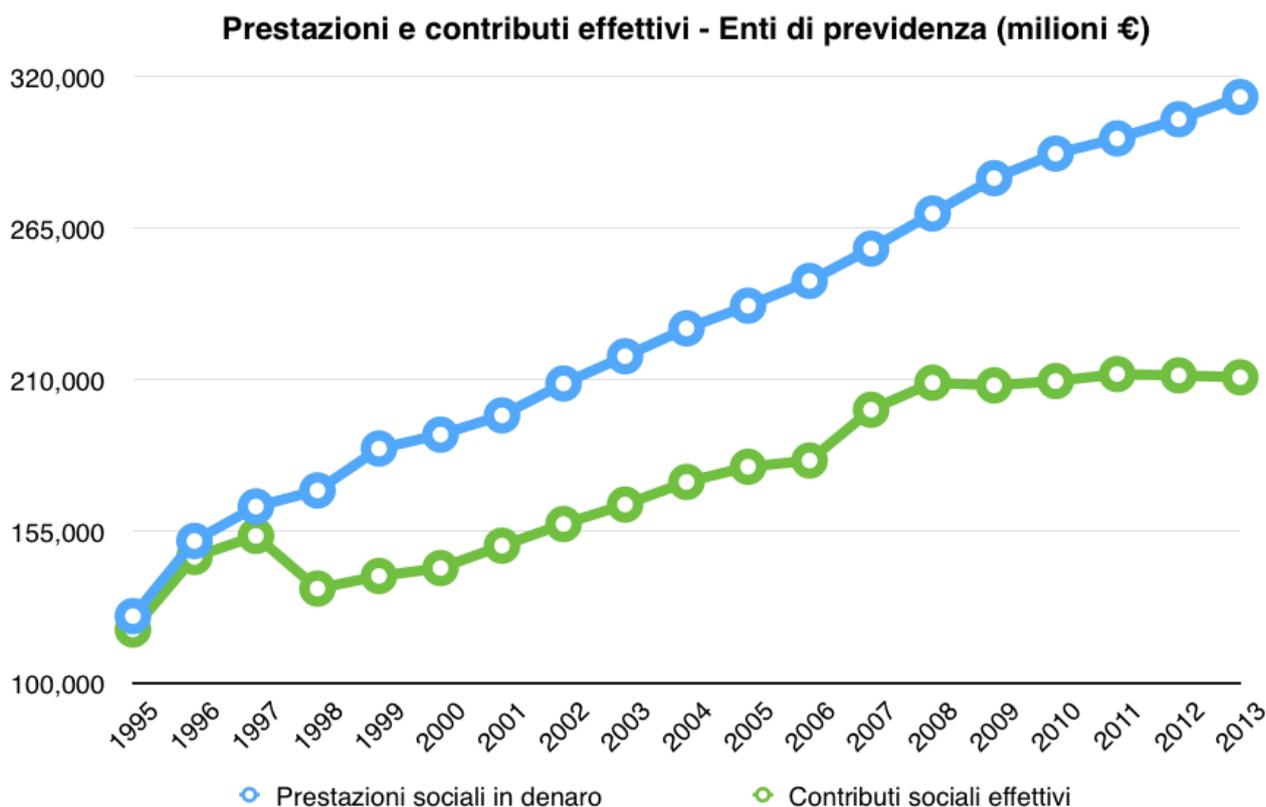


Figura 2: Prestazioni e contributi effettivi - Enti di previdenza
Fonte: ISTAT

La cosa che colpisce di più della recente sentenza, aldilà di qualsiasi considerazione giuridica (che esula dalla competenza dell'autore), è il potere del diritto acquisito. Si può anche essere d'accordo sul fatto che non è "giusto" togliere una parte di una prestazione pensionistica che è stata promessa ad un determinato soggetto, ma al tempo stesso come si fa a non pensare alla giustizia nei confronti di chi deve effettivamente pagare quella prestazione? Siccome il sistema pensionistico in Italia non è altro che una "fabbrica di salsicce", dove i contribuenti di oggi pagano le prestazioni pensionistiche di chi è già in pensione, non ha alcun senso parlare di giustizia se non si prende in considerazione la posizione di tutti i soggetti coinvolti.

Eppure, i dati mostrano chiaramente che, ormai da molti anni, l'Italia mantiene la testa sotto la sabbia sulla realtà del suo sistema pensionistico. Consideriamo la **Figura 1**, che riporta il totale delle entrate e uscite correnti per gli enti di previdenza in Italia. I numeri sono da capogiro, ma il tutto sembra più o meno in equilibrio. Peccato che, in realtà, non lo sia. La **Figura 2** offre un quadro più rappresentativo del problema: si tratta del confronto tra contributi effettivi e prestazioni pagate dagli enti di previdenza.

Sarà subito evidente che, a partire dal 1997, le prestazioni pagate sono state maggiori dei contributi; la nostra fabbrica delle salsicce attualmente riesce a produrre anche senza fornirsi di materie prime a sufficienza! Questo fenomeno è possibile grazie alla voce “Trasferimenti da enti pubblici”, una cifra che ha raggiunto 114 miliardi di euro nel 2013, e che di fatto colma il gap tra contributi e prestazioni. Naturalmente senza l’effetto della riforma Fornero sul congelamento delle rivalutazioni, questo numero sarebbe stato ancora più grande.

Dovrebbe essere chiaro a chiunque che il sistema così com’è non può andare avanti. Il motivo è che quei 114 miliardi che arrivano “da enti pubblici” non sono altro che soldi dello Stato, provenienti da imposte e nuovo indebitamento; siccome i contributi non bastano, i mezzi devono essere reperiti da altre fonti.

È parere dell’autore che, se si vuole fare riferimento a “contributi previdenziali” e “prestazioni pensionistiche”, bisogna che ci sia un certo nesso fra i due. Nel settore privato, le aziende che hanno obblighi pensionistici verso i loro ex-dipendenti devono rispettare le complesse regole contabili IFRS che necessitano il calcolo del valore attuale netto delle prestazioni promesse. Questo valore attuale netto è un indebitamento della società a tutti gli effetti e deve essere abbinato ad un fondo segregato e finanziato dall’azienda per far fronte agli obblighi assunti. Se queste stesse regole fossero applicate al sistema pensionistico italiano, il debito pubblico aumenterebbe di dismisura.

Quello che succede oggi con il sistema pubblico in Italia, e con ogni probabilità sarà il modello per il futuro, è che si ragiona esclusivamente per cassa (il concetto della fabbrica di salsicce). Quindi più che un sistema pensionistico, l’Italia ha un sistema di imposte, di cui circa 320 miliardi l’anno vanno per pagare le pensioni. Può anche andare bene, ma chiamiamo queste pensioni con il loro nome: trasferimenti correnti da lavoratori a pensionati. Se proprio dobbiamo utilizzare la parola “contributi”, bisogna fare che questi corrispondano alle pensioni pagate.

Verso la sostenibilità

Abbiamo a disposizione alcuni dati importanti, che possono suggerire la strada per una riforma. Secondo l'ISTAT, le pensioni in Italia sono 23,6 milioni, pagate a 16,6 milioni di pensionati, mentre i contributi effettivi nel 2013 sono stati di 210 miliardi € (si veda la **Figura 2**).

Quindi, più o meno 200 miliardi di euro prelevati ai lavoratori sarebbero a disposizione per 16,6 milioni di pensionati. Si tratta di circa 12 mila euro l'anno a testa, o 1.000 euro al mese (per 12, non 13 mensilità).

Si ipotizzi una pensione uguale per tutti, regolamentato dal livello di imposte versato. Quest'idea sembrerà scandalosa, ma ha i suoi vantaggi:

- non ci sarebbe più bisogno dell'INPS e delle sue infinite complicazioni. Per quanto si riesce a capire, la struttura dell'INPS costa circa 12 miliardi € all'anno - uno spreco di risorse enorme ed inutile.
- non ci sarebbero calcoli complessi per capire se uno ha diritto alla pensione.
- si aumenterebbe di almeno il 100% le pensioni degli anziani meno abbienti, dandogli un miglioramento notevole della qualità di vita e quasi garantendo che tutti quei soldi verrebbero spesi ogni mese.
- si andrebbe verso un sistema uguale per giovani e vecchi, basato sull'effettiva attività economica. Il fatto che le pensioni potrebbero aumentare, o rimanere uguali, solo se l'economia va bene darebbe una spinta ad altre riforme importanti.

Considerando l'evidente stato di insostenibilità del sistema attuale, si dovrebbe anche valutare di togliere la pensione statale a chi ha una certa capacità patrimoniale; se si riducono il numero di pensionati, si può ridurre la pressione fiscale ai contribuenti ed aumentare la pensione per coloro che ne hanno veramente bisogno.

Cambiare il sistema pensionistico in questo modo sembrerà un disastro a molti, ma le proposte nascono dalla convinzione che gli errori vadano corretti e, senz'ombra di dubbio, il sistema pensionistico italiano è un errore. Certo, con 1.000 euro o poco più al mese, la dolce vita non si fa, ma non avrebbe mai dovuto essere questo lo scopo di un sistema pensionistico statale.

È facile immaginare le tante obiezioni a queste proposte, e sicuramente non tutte sarebbero senza una loro ragione se analizzate singolarmente. Tuttavia, una vera semplificazione del sistema pensionistico, con un focus sulla sua sostenibilità nel tempo, risolverebbe uno dei principali fardelli del Paese in questo momento.

Andrew Lawford

Bibliografia

[Trattamenti Pensionistici e Beneficiari: Un'Analisi Territoriale](#) - INPS/ISTAT 26 settembre 2014

[Archivio conto trimestrale delle Amministrazioni Pubbliche](#) - ISTAT

Moneta, prezzi, bisogni

Una riflessione sulla Austerità espansiva

(Note economiche)
di *Gabriele Serafini*

1. Introduzione

Nel precedente intervento su questo Osservatorio, abbiamo indicato perché, a nostro avviso, il Quantitative Easing (QE) non riuscirà ad avere effetti positivi sulla crescita della produzione. In questo intervento, invece, riprendendo il filo di quel discorso proponiamo una riflessione sulle condizioni di efficacia della recente politica economica europea, sempre ai fini della crescita economica.

Come noto, l'impostazione economica europea che maggiormente si pone all'attenzione dell'opinione pubblica, riguarda la *politica di bilancio degli stati membri*, tesa ad ottenere il *pareggio* del bilancio statale (l'Italia lo ha anche inserito nella Costituzione della Repubblica) e la *riduzione dell'indebitamento* mediamente realizzato dagli stessi.

Non intendiamo trattare della *necessità* di rispettare *l'equilibrio finanziario* di ciascuno stato, cosa che *condividiamo*, quanto invece delle *conseguenze* che esso comporta circa la dimensione della ricchezza prodotta ogni anno, ossia la crescita o riduzione del PIL.

2. QE e Austerità espansiva.

Da molti operatori economici il QE è stato erroneamente inteso come un mezzo per stimolare la crescita economica mediante l'immagine semplificatrice della "iniezione di liquidità" fornita al sistema economico,

che evoca l'immagine di una fornitura di *nuova ricchezza* ad (almeno) una parte dei cittadini o degli operatori economici.

È bene a questo proposito chiarire ancora che il QE non fornisce *nuova ricchezza* e neppure *nuovo potere d'acquisto*, ossia non è reddito nuovo ma "solamente" *moneta*.

Il QE non costituisce potere d'acquisto immesso nel sistema economico perché non realizza un *acquisto* di merci, o di forza lavoro non utilizzata, ma un acquisto diretto di *Titoli di stato*. Il QE non finanzia cioè la spesa pubblica o la spesa privata ma fornisce invece un *mezzo di scambio* per realizzare più facilmente un *eventuale* scambio *successivo* con le merci e la forza lavoro.

In una frase, il QE realizza la fornitura di un mezzo di scambio delle merci ma non interviene sullo scambio con le merci; in particolare, *non acquista merci* ma *modifica la liquidità* delle attività finanziarie degli istituti di credito.

Esso, quindi, non può essere considerato neppure un finanziamento monetario della spesa pubblica, ossia un *incremento* della domanda, in controtendenza rispetto alle recenti politiche di Austerità, ossia di *contrazione* della spesa pubblica al netto delle entrate pubbliche.

3. I meccanismi economici della Austerità

Se i *vincoli di bilancio* statali sono *ineludibili*, almeno nel lungo periodo, questo non significa però che l'Austerità debba essere considerata necessariamente come una politica di rimodulazione delle grandezze economiche che porti un aumento della ricchezza prodotta, ossia che essa si possa configurare come una *Austerità espansiva*.

Per ragionare in merito, ipotizziamo per un attimo di non vedere la crisi economica e finanziaria sotto i nostri occhi da almeno otto anni e di dover valutare sulla carta la possibile efficacia espansiva dell'Austerità, mediante l'analisi di alcune relazioni fra le variabili economiche con essa implicate.

A nostro avviso, le ipotesi alla base del funzionamento *espansivo* dell'Austerità sono almeno due.

1) Secondo un primo meccanismo, una riduzione della domanda pubblica netta, ossia una riduzione del *deficit* statale (o un aumento del *surplus*)

dovrebbe terminare con una riduzione dei prezzi delle merci e, quindi, con una rimodulazione delle grandezze economiche che *lascia sul campo* le imprese non in grado di realizzare la produzione a prezzi minori, contraccambiando questa perdita con un aumento d'efficienza del sistema produttivo.

Alla fine del processo si dovrebbe vedere cioè una *riduzione del livello generale dei prezzi* ed un nuovo aumento della ricchezza *reale* posseduta e del potere d'acquisto inizialmente perso a causa della riduzione della domanda pubblica.

2) Un secondo meccanismo ipotizza che la domanda pubblica si realizzi in *sostituzione* di quella privata, determinando quello noto in letteratura come *effetto spiazzamento*. Questo avviene quando la spesa pubblica è finanziata con debito e le necessità di collocamento del debito pubblico spingono il mercato ad incrementare il saggio di interesse mediamente vigente, deprimendo gli investimenti industriali delle imprese perché aumenta il costo del denaro e diminuisce i finanziatori industriali a favore di quelli intenzionati a acquistare titoli.

Questi due meccanismi, però, per funzionare necessitano di ulteriori condizioni.

4. Le condizioni di validità delle ipotesi espansive

Perché funzioni il primo meccanismo (la riduzione dei prezzi che innalza la ricchezza reale riportandola almeno ai livelli precedenti l'austerità), i prezzi devono essere (sufficientemente) flessibili, in quanto la riduzione della domanda pubblica dovrebbe impattare in modalità piuttosto generalizzata sui prezzi di ciascuna merce: *non su tutti i prezzi* allo stesso modo, ma allo stesso modo *su ciascuna* merce con un determinato *prezzo*. La domanda in questo senso deve essere omogenea e quindi la riduzione di quella pubblica dovrebbe incidere *su tutti i produttori* e *su tutti gli acquirenti* allo stesso modo, così da spingere il mercato a riposizionarsi su un livello più basso e parallelo al precedente. La variazione della domanda, quindi, non dovrebbe incidere sulla *distribuzione* delle risorse e sulla disponibilità all'acquisto relativa di ciascuno.

La cosa non sembra così semplice perché la spesa pubblica è per sua natura selettiva e quindi anche la sua riduzione impatta necessariamente in modo diverso sugli agenti economici. Ma c'è di più. Se non si realizza questo spostamento parallelo della domanda, alcuni produttori non vedranno una riduzione della domanda e quindi i prezzi dagli stessi praticati potranno *non diminuire*, mentre il ridotto potere d'acquisto di altri potrà *ridurre le vendite* delle stesse imprese fino a selezionare quali produttori rimarranno sul mercato.

Se anche questa è una *selezione dei produttori*, non è però la stessa ipotizzata nel meccanismo di funzionamento della *Austerità espansiva* perché in questo caso al termine del processo *non sarà diminuito anche il livello generale dei prezzi ma solo la domanda* complessiva e quindi la ricchezza prodotta e venduta anche in termini reali.

Oltre a questa ipotesi di natura *comportamentale*, però, ce n'è un'altra più forte, di tipo *teorico*.

Per definizione microeconomica, il *breve periodo* è quel periodo durante il quale i prezzi sono "dati", perché solo nel lungo periodo essi si modificano in funzione della variazione della domanda e dell'offerta, in ragione delle variazioni della dimensione degli impianti e della tecnologia. Dal punto di vista teorico, quindi, nel breve periodo i prezzi sono rigidi perché il *breve periodo* si definisce proprio a seconda della durata del periodo durante il quale i prezzi sono fissi.

Perché funzioni il secondo meccanismo, invece, quello relativo alla *riduzione dell'effetto spiazzamento*, devono esserci due condizioni: a) la spesa pubblica da ridurre deve essere *finanziata con debito e non con moneta*, così che il saggio di interesse sul mercato risenta positivamente di una riduzione della spesa pubblica e, b), i bisogni si devono supporre come *limitati* nella loro evoluzione e prontamente soddisfacibili mediante una *sostituzione del produttore pubblico con uno privato*.

In questo caso, infatti, affinché la spesa pubblica sia considerata come "spiazzante" rispetto a quella privata, deve incidere sulle stesse merci, o grandezze economiche in generale, sulle quali interviene l'economia privata, spiazzata da quella. Oppure, se i bisogni umani fossero ipotizzati come illimitati, allora l'intervento privato *spiazzato su un settore* si potrebbe *espandere su un altro*, senza vincoli a lungo termine ma solo eventualmente con frizioni nel breve periodo.

5. Le politiche economiche degli anni '80 e degli anni 2000: una ipotesi propedeutica

Riassumendo: perché la *Austerità* possa essere *espansiva*, è necessario che si riduca la parte della *spesa pubblica finanziata con debito*, che i *bisogni siano limitati e soddisfacibili con produzione privata* e che i *prezzi siano flessibili* verso il basso.

Non solo queste *tre* condizioni sono assai difficili da *sperimentare* nei sistemi economici; esse non sono neppure rintracciabili nell'impostazione *teorica* sottostante i vari Trattati europei (dal Patto di Stabilità e crescita al Fiscal Compact), che si occupano nel dettaglio solo delle finanze statali.

Queste regole di *Austerità* ci fanno però venire in mente le politiche economiche europee *precedenti*, quelle di *riduzione dei tassi di interesse e dell'inflazione* intraprese a livello mondiale dall'inizio degli anni Ottanta del secolo scorso.

La *riduzione dei saggi di interesse*, come noto, si realizzò tramite una sostituzione del finanziamento mediante *moneta* della spesa pubblica col finanziamento mediante *debito* (realizzato anche in Italia col famoso *divorzio* fra Banca d'Italia e Tesoro del 1981).

La *riduzione dell'inflazione*, invece, venne perseguita mediante una progressiva *riduzione dei meccanismi di adeguamento dei salari* alla crescita dei prezzi - quindi una riduzione della capacità di consumo immediata - che *avrebbe dovuto* determinare una riduzione dei prezzi e una ripresa del potere d'acquisto del minor reddito nominale. Come ovvio, si ridusse appunto l'inflazione, però, *non i prezzi*.

Viene allora in mente una idea: che tipo di collegamento c'è fra le politiche che si sono succedute nel tempo? Non è che si ipotizza che l'*Austerità* possa essere *espansiva* proprio perché si è vissuto il periodo preparatorio e propedeutico ad essa (a partire dal Trattato di Maastricht, con la perdita della politica monetaria collegata a quella fiscale)?

Ossia: non è che *dapprima* si è realizzato un finanziamento con debito della spesa pubblica per *poi* indicare l'efficacia di una riduzione della stessa spesa?

Non è che si è ridotta *prima* l'inflazione, indicando che erodeva il potere d'acquisto, puntando *poi* a ridurre i costi delle imprese tramite il prezzo

della forza lavoro, nonostante la teoria economica non reputi possibile una riduzione dei prezzi senza investimenti e cambi tecnologici?

Ossia, dal lato privato, non è che la riduzione dei costi delle imprese avrebbe potuto portare *solo* quello che ha portato, cioè una contrazione della domanda e quindi a cascata dell'offerta?

E quindi, dal lato pubblico, non è che la riduzione della spesa pubblica *teoricamente e praticamente* potrà solamente portarci dove stiamo andando, cioè verso una *riduzione della ricchezza e del PIL prodotti*?

Potremmo anche disinteressarci delle risposte agli ultimi due quesiti, se a fronte di una riduzione iniziale pari a 10, potessimo almeno sperimentare una successiva ripresa pari a 5; l'istinto realistico farebbe dire a molti: va bene anche una pratica che funziona poco, nonostante la teoria sia traballante, perché è sempre meglio di niente, dato che il passato è passato. Il punto, però, è che tramite questi *collegamenti*, appena accennati, l'attuale crisi economica non sembra piovere dal cielo ma parrebbe una *diretta conseguenza* di quanto realizzato, nonostante fosse *ipotizzabile* tramite una riflessione macro e microeconomica. Ed anche la *Procedura per gli Squilibri Macroeconomici* varata dall'Unione Europea dopo l'inizio della crisi del 2008, prevede una analisi degli eventuali squilibri anche nei dati dell'economia privata - quali l'indice di disoccupazione, ed altri - ma da essi potrà scaturire solo una *sorveglianza* da parte della Commissione Europea finalizzata ad evitare *squilibri nei rapporti economici fra stati membri* e nei *saldi di bilancio*; ossia nulla si potrà proporre in merito al miglioramento dello stesso quadro macroeconomico di ciascuno stato membro.

Ad oggi, in Italia come in Europa, la spesa pubblica si finanzia con un debito a *tassi così bassi che difficilmente possono spiazzare* gli *investimenti* privati, la sua riduzione ha portato e sta portando una riduzione *anche degli investimenti delle imprese* e la *ricchezza in termini reali e pro-capite* risulta progressivamente *in riduzione*.

In questo modo, l'impianto economico europeo non potrà migliorare neppure gli stessi *saldi di spesa e debito pubblico* cui punta, proprio perché questi si calcolano in funzione della dimensione della ricchezza e del PIL, che nel migliore dei casi ignora oppure tende a ridurre.

Quando vedremo, allora, che l'*Austerità* non può essere né teoricamente né praticamente *espansiva*?

Conclusioni

Con il primo trimestre di quest'anno l'Italia è tornata a crescere, uscendo tecnicamente dalla recessione; questo è l'aspetto di gran lunga più importante se vogliamo guardare al bicchiere mezzo pieno, e forse a molti tanto può bastare.

Ma se proviamo a volgere lo sguardo al bicchiere mezzo vuoto ci accorgiamo che non si tratta di un bicchiere, ma assume le sembianze di un boccale o forse ancora di più.

Infatti la rilevazione del PIL trimestrale corrisponde a un periodo in cui si è interamente dispiegato l'effetto della cosiddetta "congiunzione astrale": i bassi prezzi del petrolio, un euro debole contro dollaro e il quantitative easing della BCE. Ad oggi già due su tre di queste condizioni si stanno affievolendo e il DEF a un mese dalla sua approvazione presenta già evidenti falle.

Se a questo aggiungiamo il fatto che il debito ha nuovamente segnato un nuovo record questo mese, e secondo le nostre stime ne segnerà altri in quelli successivi, si comprende come i moniti rivolti dal Governatore della Banca d'Italia Visco e dalla Corte dei Conti andrebbero presi con un po' più di attenzione.

Le condizioni economiche italiane restano ancora fragili e chi ha responsabilità di Governo non può permettersi distrazioni o superficialità.

Maurizio Mazziero

Stime debito pubblico per il mese di aprile e per fine 2015

I modelli previsionali della Mazziero Research stimano un debito pubblico per il mese di aprile 2015 compreso in una forchetta tra 2.192 e 2.195 miliardi; seppur con un minor grado di confidenza è possibile attendersi un debito intorno a 2.194 miliardi.

Nei prossimi due-tre mesi il debito pubblico supererà la quota di 2.200 miliardi, con un nuovo record compreso tra 2.208 e 2.216 miliardi; tenderà invece ad arretrare nel corso del secondo semestre terminando l'anno in una zona tra 2.170 e 2.185 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 2014*, aprile 2015
- Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*
- Banca d'Italia, *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 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
- Capire davvero la crisi, *Debito più derivati: una bomba ad orologeria per l'Italia*, 1 marzo 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, *Indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati*, maggio 2015
- Corte dei Conti, *Audizione della Corte dei conti sul Documento di economia e finanza 2015*, 21 aprile 2015
- Corte dei Conti, *Le prospettive della finanza pubblica dopo la legge di stabilità*, febbraio 2015
- Corte dei Conti, *Audizione sulla Legge di Stabilità per l'anno 2015*, 3 novembre 2014
- DBRS, *DBRS Confirms Republic of Italy at A (low), Changes Trend to Stable from Negative*, 27 marzo 2015
- European Commission, *European Economic Forecast – Spring 2015*, maggio 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Greece at 'CCC'*, 15 maggio 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 15 maggio 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Italy at 'BBB+'; Outlook Stable*, 24 aprile 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB+'; Outlook Stable*, 24 aprile 2015
- Fitch, *Fitch Fitch Affirms Cyprus at 'B-'; Outlook Positive*, 24 aprile 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Norway at 'AAA'; Outlook Stable*, 17 aprile 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Portugal at 'BB+'; Outlook Positive*, 27 marzo 2015
- Fitch, *Fitch Downgrades Greece's IDRs to 'CCC'*, 27 marzo 2015
- Fitch, *Fitch Revises Finland's Outlook to Negative; Affirms at 'AAA'*, 20 marzo 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Malta at 'A'; Outlook Stable*, 27 febbraio 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Slovakia at 'A+'; Outlook Stable*, 20 febbraio 2015
- Fitch, *Fitch Affirms Denmark at 'AAA'; Outlook Stable*, 20 febbraio 2015
- 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

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
 Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
 Inps, *Osservatorio sul precariato*
 Istat, *Annuario Statistico*
 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*, 7 maggio 2015
 Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*
 Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 21 aprile 2015
 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, *Nota tecnico illustrativa al disegno di Legge di Stabilità 2015*, 23 dicembre 2014
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro
 Moody's, *Moody's downgrades Greece's government bond rating to Caa2 from Caa1; outlook negative*, 29 aprile 2015
 Moody's, *Moody's affirms Denmark's Aaa government bond rating; outlook stable*, 27 marzo 2015
 Moody's, *Moody's: Italy set to benefit from reforms, though debt to GDP ratio to decline only gradually*, 20 febbraio 2015
 Moody's, *Moody's places Greece's Caa1 government bond rating on review for downgrade*, 6 febbraio 2015
 Ocse, *Going for Growth 20125*, 9 febbraio 2015
 Ocse, *OECD Economic Outlook, Volume 2014 Issue 2*, 25 novembre 2014
 Senato della Repubblica, *Audizione preliminare all'esame del Documento di Economia e Finanza 2015*, 21 aprile 2015
 Standard & Poor's, *Ratings On Italy Affirmed At 'BBB-/A-3'; Outlook Stable*, 15 maggio 2015
 Standard & Poor's, *Norway 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed On Wealthy Economy And Strong Financial Standing; Outlook Stable*, 24 aprile 2015
 Standard & Poor's, *Greece Downgraded To 'CCC+/C'; Outlook Negative*, 15 aprile 2015
 Standard & Poor's, *France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains Negative*, 10 aprile 2015
 Standard & Poor's, *Ratings On Spain Affirmed At 'BBB/A-2'; Outlook Stable*, 10 aprile 2015
 Standard & Poor's, *Republic of Austria 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed On Expected Stabilization Of Debt; Outlook Stable*, 27 marzo 2015
 Standard & Poor's, *Outlook On Portugal Revised To Positive On Gradual Economic Adjustment; Ratings Affirmed At 'BB/B'*, 20 marzo 2015

Standard & Poor's, *Ratings On European Financial Stability Facility Affirmed At 'AA/A-1+'; Outlook Remains Negative*, 20 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
 Ufficio Parlamentare di Bilancio, *I contratti derivati stipulati dalle Amministrazioni pubbliche: caratteristiche e finalità*, 9 febbraio 2015
 Ufficio Parlamentare del Bilancio, *Audizione dell'Ufficio parlamentare di bilancio sul Documento di economia e finanza 2015*, 21 aprile 2015

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research

<i>Italia: economia a fine 2014</i>	16 febbraio 2015
<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	19 maggio 2014
<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 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, 18 maggio 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