

# Quaderno di Ricerca

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

## Italia: economia a metà 2015

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. 9  |
| Le entrate e le uscite                      | Pag. 10 |
| Lo stock di Titoli di Stato                 | Pag. 11 |
| Le Riserve della Banca d'Italia             | Pag. 18 |
| Il Prodotto Interno Lordo                   | Pag. 19 |
| L'inflazione                                | Pag. 22 |
| La disoccupazione                           | Pag. 24 |
| Approfondimenti                             | Pag. 27 |
| <i>Il commento di Andrew Lawford</i>        | Pag. 27 |
| <i>Note economiche di Gabriele Serafini</i> | Pag. 34 |
| Conclusioni                                 | Pag. 43 |
| Bibliografia                                | Pag. 44 |

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: | Andrew Lawford<br>Gabriele Serafini |

*La statistica: l'unica scienza che permette  
a esperti diversi, usando gli stessi numeri,  
di trarne diverse conclusioni.  
Evan Esar*

## **Introduzione**

Mai come di questi tempi, i numeri – una realtà incontrovertibile – dovrebbero costituire una certezza e fornire la misura del nostro vivere.

Ancor di più in economia, a patto che i numeri non siano sbagliati – anche questo accade e dopo grandi annunci vengono corretti senza ritegno il giorno dopo – le statistiche dovrebbero fornire quella bussola ai timonieri per capire dove si sta andando e correggere la traiettoria prima che ci si ritrovi fuori strada.

Eppure non è così: i numeri vengono storpiati, stiracchiati, attribuendo ora un significato, ora un altro e creando una sorta di realtà parallela che diventa strumento di propaganda.

L'Osservatorio Mazziero Research, trimestre dopo trimestre, esce ormai da cinque anni e cerca di mettere un argine alle mistificazioni volontarie o accidentali, fornendo un panorama chiaro, apolitico e concreto attraverso una ricca gamma di grafici e tabelle.

Buona Lettura

*Maurizio Mazziero*

*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        | B3      | Stabile         | NA     | NA       |
| Croazia     | BB+               | Negativo | BB+   | Stabile         | Ba1     | Negativo        | BB+    | Negativo |
| Danimarca   | AAA               | Stabile  | AAA   | Stabile         | Aaa     | Stabile         | AA+    | Stabile  |
| Estonia     | AA-               | Stabile  | A+    | Stabile         | A1      | Stabile         | A      | Stabile  |
| Finlandia   | AA+               | Stabile  | 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+              | Stabile  | CCC   | In osservazione | Caa3    | In osservazione | CC     | Stabile  |
| Irlanda     | A                 | Stabile  | A-    | Positivo        | Baa1    | Positivo        | 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       | BBB+              | Positivo | A     | Stabile         | A3      | Negativo        | A-     | Negativo |
| Norvegia    | AAA               | Stabile  | AAA   | Stabile         | Aaa     | Stabile         | AAA    | Stabile  |
| Olanda      | AA+               | Positivo | AAA   | Stabile         | Aaa     | Stabile         | AA+    | Stabile  |
| Portogallo  | BB                | Positivo | BB+   | Positivo        | Ba1     | Stabile         | BB     | Stabile  |
| Regno Unito | AAA               | Negativo | AA+   | Stabile         | Aa1     | Negativo        | A+     | Stabile  |
| Slovacchia  | A                 | Positivo | A+    | Stabile         | A2      | Stabile         | NA     | NA       |
| Slovenia    | A-                | Positivo | BBB+  | Negativo        | Ba1     | Stabile         | NA     | NA       |
| Spagna      | BBB               | Stabile  | BBB+  | Stabile         | Baa2    | Positivo        | BBB+   | Stabile  |
| Stati Uniti | AA+               | Stabile  | AAA   | Stabile         | Aaa     | Negativo        | A-     | Negativo |
| Svezia      | AAA               | Stabile  | AAA   | Stabile         | Aaa     | Stabile         | AAA    | Stabile  |

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

## I fatti

- 10 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 a BBB-, con outlook stabile.
- 22 maggio 2015, S&P conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 22 maggio 2015, S&P migliora l'outlook dell'Olanda a positivo.
- 22 maggio 2015, Fitch conferma l'Estonia ad A+, con outlook stabile.
- 10 giugno 2015, S&P declassa la Grecia a CCC, con outlook negativo.
- 12 giugno 2015, S&P rivede l'outlook del Regno Unito da stabile a negativo.
- 12 giugno 2015, S&P conferma l'Estonia ad AA-, con outlook stabile.
- 12 giugno 2015, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 12 giugno 2015, Fitch conferma il Regno Unito ad AA+, con outlook stabile.
- 12 giugno 2015, Fitch 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*

- 19 giugno 2015, S&P migliora l'outlook della Slovenia da stabile a positivo.
- 26 giugno 2015, S&P conferma la Francia ad AA, con outlook negativo.
- 29 giugno 2015, S&P declassa la Grecia a CCC-, con outlook negativo.
- 30 giugno 2015, Fitch declassa la Grecia a CC, con outlook sotto osservazione.
- 1 luglio 2015, Moody's declassa la Grecia a Caa3, con outlook sotto osservazione.
- 10 luglio 2015, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 10 luglio 2015, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 10 luglio 2015, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 10 luglio 2015, S&P migliora l'outlook di Malta da stabile a positivo.
- 17 luglio 2015, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 21 luglio 2015, S&P promuove la Grecia a CCC+, con outlook stabile.
- 24 luglio 2015, Moody's conferma l'Estonia ad A1, con outlook stabile.
- 24 luglio 2015, Fitch conferma il Belgio ad AA, con outlook negativo.
- 4 agosto 2015, S&P rivede l'outlook dell'Un. Europea (AA+) da stabile a negativo.
- 7 agosto 2015, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 7 agosto 2015, Fitch migliora l'outlook dell'Irlanda da stabile a positivo.
- 18 agosto 2015, Fitch promuove la Grecia a CCC, con outlook sotto osservazione.
- 21 agosto 2015, Fitch conferma Malta ad A, con outlook stabile.
- 4 settembre 2015, S&P conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 11 settembre 2015, Moody's migliora l'outlook dell'Irlanda da stabile a positivo.

## Il commento

I recenti sviluppi della Crisi Greca ci permettono di individuare una nuova tendenza nelle metriche di valutazione delle agenzie di rating, o meglio un ritorno a una vecchia prassi.

Poco dopo lo sviluppo della crisi del 2008 le agenzie di rating furono incolpate di eccessiva benevolenza nei giudizi, visto che, poco prima del fallimento, la stessa Lehman Brothers era valutata tripla A.

Negli anni successivi sembrava che le agenzie di rating fossero diventate più attente nelle loro valutazioni, soppesando meglio il rischio di fallimento, soprattutto dei governi.

Da qui, anche l'apertura presso la procura di Trani (si veda l'Osservatorio [Italia 3 trim 2012 - Pil debito & Co](#) del 20 novembre 2012) di un fascicolo di indagine sulle tre agenzie di rating in merito alle loro valutazioni sull'Italia nella fase acuta della crisi sul finire del 2011.

In realtà il giudizio era forse severo, ma ben descriveva nell'articolato i rischi sulla stabilità dei nostri conti pubblici. Allo stesso modo i declassamenti di numerosi altri stati dell'Eurozona erano ben motivati da deficit e debito in forte rialzo e da una economia dell'Unione poco armonizzata.

Semmai i giudizi sono stati sempre piuttosto benevoli nei confronti di un mondo anglosassone che riesce in qualche modo a far sentire il suo peso in ambito finanziario. Il fatto stesso che il superamento del 100% del rapporto debito/Pil negli Stati Uniti non abbia comportato la perdita per alcune agenzie della valutazione tripla A lascia trasparire una certa parzialità.

Se quindi finora benevolenza e severità sono andate un po' a braccetto, sembrerebbe tornato il periodo ante-2008 in cui le Agenzie confidano nella piena riuscita delle banche centrali e nel "whatever it takes".

Le ultime fasi della Crisi Greca ne costituiscono un esempio: è sufficiente vedere in che modo e con quale rating di atterraggio sono stati svolti i declassamenti nel corso del mese di giugno, quando la Grecia ha chiuso banche e piazza finanziaria per alcune settimane.

Non solo, ma le attuali valutazioni della Repubblica Ellenica non tengono conto nelle dovute proporzioni di un'eventuale rischio di ristrutturazione di parte del debito o di un risultato post elettorale che possa mettere in forse gli accordi sin qui raggiunti.

## 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        | 2.194.504       | 9.998         |
| Maggio            | 2.166.341       | 19.967        | 2.218.234       | 23.730        |
| Giugno            | 2.168.425       | 2.084         | 2.203.640       | -14.594       |
| Luglio            | 2.168.600       | 175           | 2.199.179       | -4.461        |
| 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       |                 |               |
| <b>Incremento</b> |                 | <b>66.219</b> |                 | <b>64.232</b> |

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

### I fatti

- Debito a luglio 2015: 2.199 miliardi, 19 miliardi al di sotto del record storico.
- L'incremento del debito da inizio 2015 è di 64,2 miliardi, nel medesimo periodo del 2014 era stato di 99,9 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente all'1 gennaio 2015, è di 36.166 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 899 miliardi di euro.
- In termini percentuali il debito è aumentato dal 2000 del 69%, oltre il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 32,6%.

### Il commento

Seppur di un soffio, il nostro debito pubblico torna al di sotto dei 2.200 miliardi: la lettura di luglio è pari a 2.199 miliardi, in calo per il secondo mese consecutivo dopo aver toccato il massimo storico di 2.218 miliardi a maggio.

La lunga base storica del nostro Osservatorio (è possibile consultare tutti i numeri precedenti alla pagina [Indice degli Osservatori trimestrali sui dati economici italiani](#)) ci consente di verificare come il secondo semestre dell'anno sia sempre accompagnato da una riduzione del debito, che poi torna nuovamente a salire nel semestre successivo.



*Figura 1: Andamento debito pubblico dal 2014 e stima valori a fine 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)*

È abbastanza probabile, quindi, che il debito continuerà a scendere anche nella prossima rilevazione relativa al mese di agosto, e poi ancora a settembre; ottobre e novembre, invece, potrebbero presentare un debito in crescita per poi giungere alla consueta finestra di riduzione di fine anno.

Dal punto di vista numerico e grafico è possibile consultare la **Figura 1** con le stime dei valori di debito pubblico sino a fine anno, mentre il **Riquadro 1** riporta le stime Mazziere Research con un maggiore grado di dettaglio.

A partire dal prossimo Osservatorio, inoltre, inizieremo la copertura con le stime di debito per il 2016.

#### Riquadro 1

##### Stime debito pubblico sino a fine 2015

I modelli previsionali della Mazziere Research stimano un debito pubblico per il mese di agosto 2015 compreso in una forchetta tra 2.184 e 2.189 miliardi; seppur con un minor grado di confidenza è possibile attendersi un debito intorno a 2.187 miliardi.

Il debito pubblico scenderà ulteriormente nel mese successivo in una zona compresa tra 2.177 e 2.182 miliardi, per poi tornare a salire con picchi che potrebbero ancora superare la soglia di 2.200 miliardi e giungere sino a 2.217 nel caso peggiore.

Secondo le nostre stime 2015 si chiuderà con un debito compreso tra 2.170 e 2.190 miliardi.

| (Milioni di Euro)  | Debito pubblico | Delta debito   | Delta % debito | Inflaz. IPCA  |
|--------------------|-----------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>Anno 2000</b>   | 1.300.341       |                |                | 2,60%         |
| <b>Anno 2001</b>   | 1.358.333       | 57.993         | 4,46%          | 2,30%         |
| <b>Anno 2002</b>   | 1.368.512       | 10.179         | 0,75%          | 2,60%         |
| <b>Anno 2003</b>   | 1.393.495       | 24.984         | 1,83%          | 2,80%         |
| <b>Anno 2004</b>   | 1.444.604       | 51.108         | 3,67%          | 2,30%         |
| <b>Anno 2005</b>   | 1.512.779       | 68.176         | 4,72%          | 2,20%         |
| <b>Anno 2006</b>   | 1.582.009       | 69.230         | 4,58%          | 2,20%         |
| <b>Anno 2007</b>   | 1.598.971       | 16.963         | 1,07%          | 2,00%         |
| <b>Anno 2008</b>   | 1.663.452       | 64.481         | 4,03%          | 3,50%         |
| <b>Anno 2009</b>   | 1.761.229       | 97.777         | 5,88%          | 0,80%         |
| <b>Anno 2010</b>   | 1.851.217       | 89.988         | 5,11%          | 1,60%         |
| <b>Anno 2011</b>   | 1.906.737       | 55.520         | 3,00%          | 2,90%         |
| <b>Anno 2012</b>   | 1.989.584       | 82.847         | 4,34%          | 3,30%         |
| <b>Anno 2013</b>   | 2.068.728       | 79.144         | 3,98%          | 1,30%         |
| <b>Anno 2014</b>   | 2.134.947       | 66.219         | 3,20%          | 0,20%         |
| <b>1 Trim 2015</b> | 2.184.506       | 49.559         | 2,32%          | -             |
| <b>2 Trim 2015</b> | 2.203.640       | 19.134         | 0,88%          | -             |
| <b>Luglio 2015</b> | 2.199.179       | - 4.461        | -0,20%         | -             |
| <b>Incremento</b>  |                 | <b>898.838</b> | <b>69,12%</b>  | <b>32,60%</b> |

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a luglio 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La **Tabella 4** riporta l'evoluzione del debito dal 2000 a oggi; come è possibile vedere negli ultimi 15 anni il debito aggiuntivo è stato di quasi 900 miliardi con una crescita di oltre il 69%.

Come spesso abbiamo fatto notare l'aumento è stato ben al di sopra dell'inflazione, cresciuta di meno della metà (32,6%).

L'ingente debito pubblico raggiunto costituisce di fatto il problema principale della crescita insufficiente dell'Italia, in quanto il finanziamento di cifre così importanti attraverso i titoli di Stato toglie risorse vitali ai budget pubblici.

In particolare, lo Stato deve mantenere un elevato livello di tassazione limitando o perlomeno introducendo solo in modo parziale le eventuali misure di stimolo.

In questo contesto si introducono le riduzioni di tassazione recentemente annunciate dal Governo, che andranno ben verificate in termini di coperture una volta reso noto l'aggiornamento del Documento di Economia e Finanza di prossima pubblicazione.

Secondo indiscrezioni il Governo porterà nell'aggiornamento al DEF la stima di crescita per il corrente anno allo 0,9%, alzando nel contempo quelle per l'anno entrante attualmente fissate all'1,4%. Utilizzando parte della flessibilità prevista dalle regole Ue sul deficit/Pil, senza sfiorare la soglia del 3% si potrebbero liberare circa 17 miliardi, che andrebbero così a contribuire alla manovra di 27 miliardi in via di definizione.

Il Premier Renzi ha altresì confermato la volontà di eliminare la tassazione sulla prima casa Tasi e IMU, oltre all'IMU sugli impianti imbullonati delle aziende.

Al tempo stesso però non bisogna dimenticare che in assenza di interventi di reperimento delle coperture entro il primo ottobre scatterebbero le clausole di salvaguardia con aumenti di Iva e accise, oltreché degli acconti Irpef e Ires.



## 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 |
| 2 Trim. 2015      | 10.008              | 33.893          | 14.331         | 58.232 |
| Luglio 2015       | 10.008              | 33.893          | 14.331         | 58.232 |

*Tabella 5: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino luglio 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Nella **Tabella 5** 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 6** 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<br>bilaterali<br>Grecia | Contributo<br>al capitale<br>dell'ESM | TOTALE<br>(per anno) |
|-----------------------------------|--------|---------|------------|--------|----------------------------------|---------------------------------------|----------------------|
|                                   | Grecia | Irlanda | Portogallo | Totale |                                  |                                       |                      |
| 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<br>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 6: Sostegno finanziario italiano ai paesi dell'Eurozona  
(Audizione Governatore Banca d'Italia I. Visco al Senato, 21 aprile 2015)*

### Riquadro 2

**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          |
| <b>Gennaio</b>    | 33.350         | 19.762         | 13.588         | 34.024         | 19.487         | 14.537         |
| <b>Febbraio</b>   | 28.586         | 47.880         | -19.294        | 28.012         | 55.006         | -26.994        |
| <b>Marzo</b>      | 32.067         | 42.728         | -10.661        | 32.569         | 55.390         | -22.821        |
| <b>Aprile</b>     | 30.448         | 50.538         | -20.090        | 32.775         | 47.390         | -14.615        |
| <b>Maggio</b>     | 33.403         | 45.809         | -12.406        | 33.292         | 40.020         | -6.728         |
| <b>Giugno</b>     | 48.170         | 33.909         | 14.261         | 47.288         | 41.280         | 6.008          |
| <b>Luglio</b>     | 41.627         | 57.409         | -15.782        | 41.199         | 42.122         | -923           |
| <b>Agosto</b>     | 34.210         | 27.470         | 6.740          |                |                |                |
| <b>Settembre</b>  | 27.487         | 32.817         | -5.330         |                |                |                |
| <b>Ottobre</b>    | 30.897         | 33.124         | -2.227         |                |                |                |
| <b>Novembre</b>   | 34.359         | 46.973         | -12.614        |                |                |                |
| <b>Dicembre</b>   | 90.235         | 101.800        | -11.565        |                |                |                |
| <b>Incremento</b> | <b>464.839</b> | <b>540.219</b> | <b>-75.380</b> | <b>249.159</b> | <b>300.695</b> | <b>-51.536</b> |

*Tabella 7: Andamento entrate e uscite statali dal 2014 a luglio 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### I fatti

- Nei primi 7 mesi del 2015 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 51,5 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2014 era stato di 50,3 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 7 mesi del 2015 è stata di 35,6 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 7 mesi del 2014 è stata di 35,4 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 7 mesi del 2015 è stata di 43,0 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 7 mesi del 2014 è stata di 42,6 miliardi.
- Nei primi 7 mesi del 2015 le entrate tributarie ammontano a 234.094 milioni di euro (+1.374 milioni di euro, pari a +0,6%). Le imposte dirette si attestano a 130.112 milioni di euro (+1.523 milioni di euro, pari a +1,2%) e le imposte indirette risultano pari a 103.982 milioni di euro (-149 milioni di euro, pari a -0,1%).

### Il commento

La **Tabella 7** 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.

Dai dati sopra riportati è possibile constatare che non vi sono grosse differenze rispetto al 2014 sia nel disavanzo nei primi sette mesi del 2015, sia nella media fra entrate e uscite, come viene anche confermato dalla **Tabella 8** che riporta lo scostamento.

| Entrate | Uscite | Differenza |
|---------|--------|------------|
| 215     | 380    | -165       |

*Tabella 8: Scostamento su media entrate e uscite mensili tra primi 7 mesi 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          |
| 2 Trim. 2015      | 1.847.019       | 6,46         | 15.962            | NA          |
| Luglio 2015       | 1.848.399       | 6,48         | NA                | NA          |
| Agosto 2015       | 1.832.823       | 6,49         | NA                | NA          |

Tabella 9: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad agosto 2015  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

### I fatti

- Circolante titoli di Stato ad agosto 2015 pari a 1.833 miliardi; 15 miliardi al di sotto del record storico di 1.848 miliardi raggiunto a luglio.
- Vita media residua a 6,49 anni, di poco superiore ai minimi (6,31).
- Spesa per interessi da inizio anno a giugno 2015 pari a 36,2 miliardi.
- Dal 2006 al II trim. 2015 sono stati pagati 717 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a luglio: BOT 0,12%, BTP 1,43%, CCT 0,82.

### Il commento

Diminuisce di 15 miliardi rispetto al record storico di 1.848 miliardi il circolante di titoli di Stato; viene quindi confermata la tendenza in calo durante il secondo semestre.

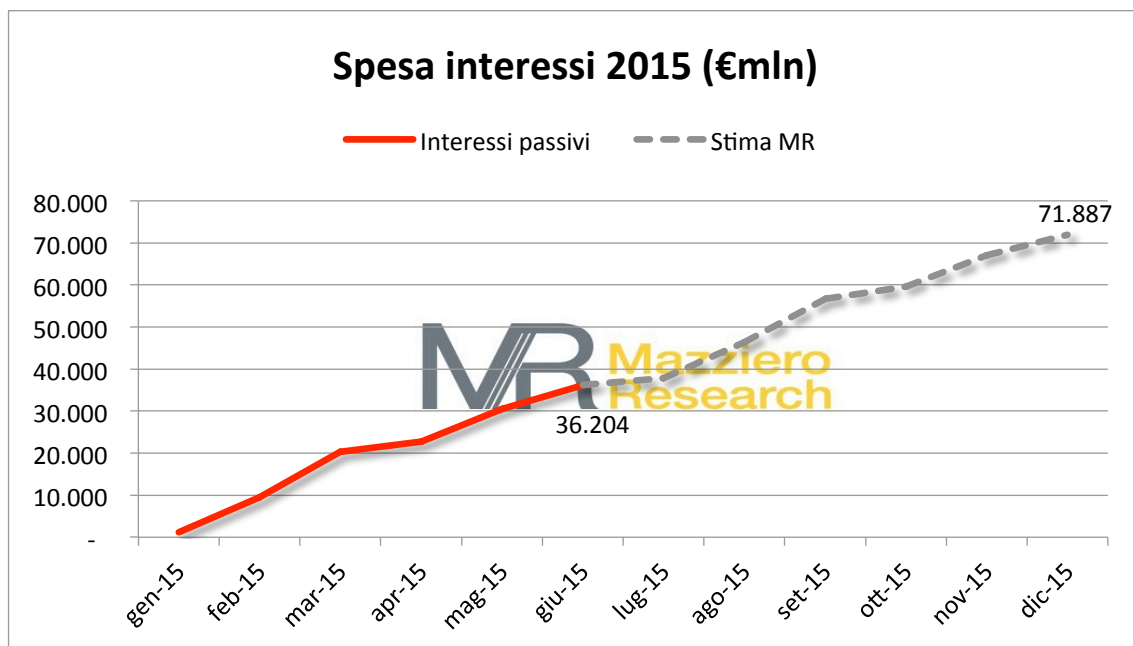
Passo dopo passo sale invece la spesa per interessi, a giugno pari a 36,2 miliardi, ma con un'incidenza del 10% inferiore rispetto al 2014 quando ammontava a 39,1 miliardi.

Le stime Mazziere Research prevedono al riguardo una spesa a fine 2015 di 71,9 miliardi, in contrazione rispetto ai 75,2 miliardi del 2014.

### Riquadro 3

#### Stima spesa per interessi a fine 2015

La spesa per interessi ha raggiunto a fine giugno 2015 la cifra di 36,2 miliardi di euro; i modelli previsionali della Mazziere Research stimano una spesa totale a fine 2015 pari a 71,9 miliardi di euro.



*Figura 2: Stima spesa per interessi a fine 2015  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

#### Riquadro 4

### 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 distortivi, non dovranno superare il 33 per cento del valore della singola emissione (sino al 3 settembre scorso 25 per cento) e il 33 per cento del debito emesso da ogni governo.

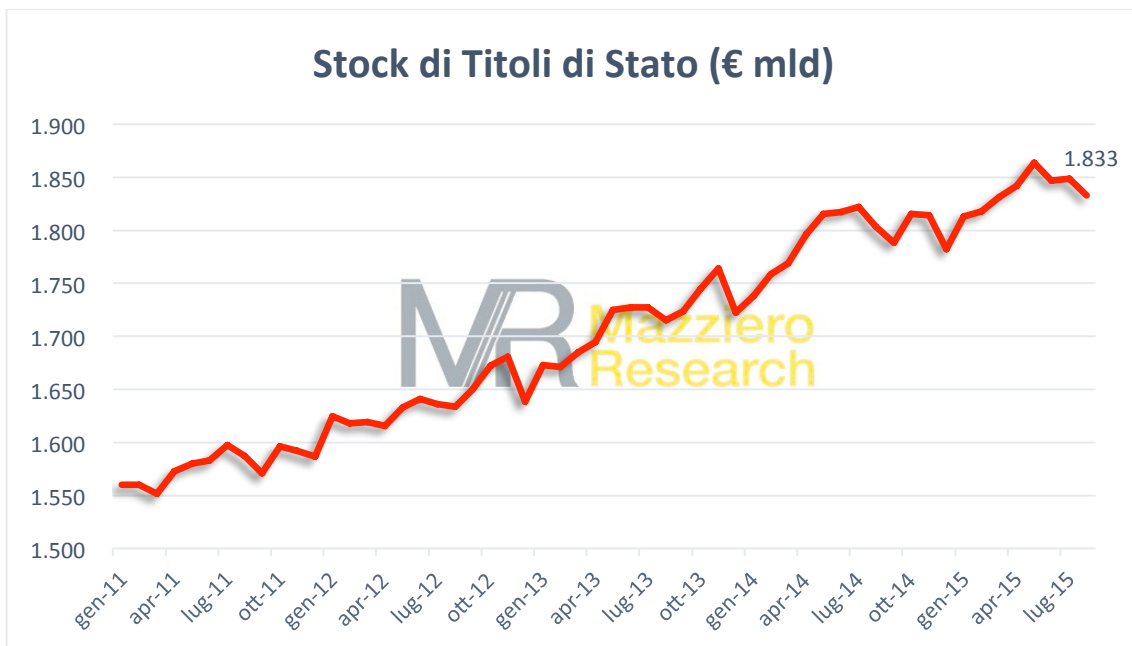
La Bce non potrà acquistare titoli con un rendimento negativo inferiore allo 0,2 per cento fissato dalla stessa Bce come tasso dei depositi.

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 agosto 2015*

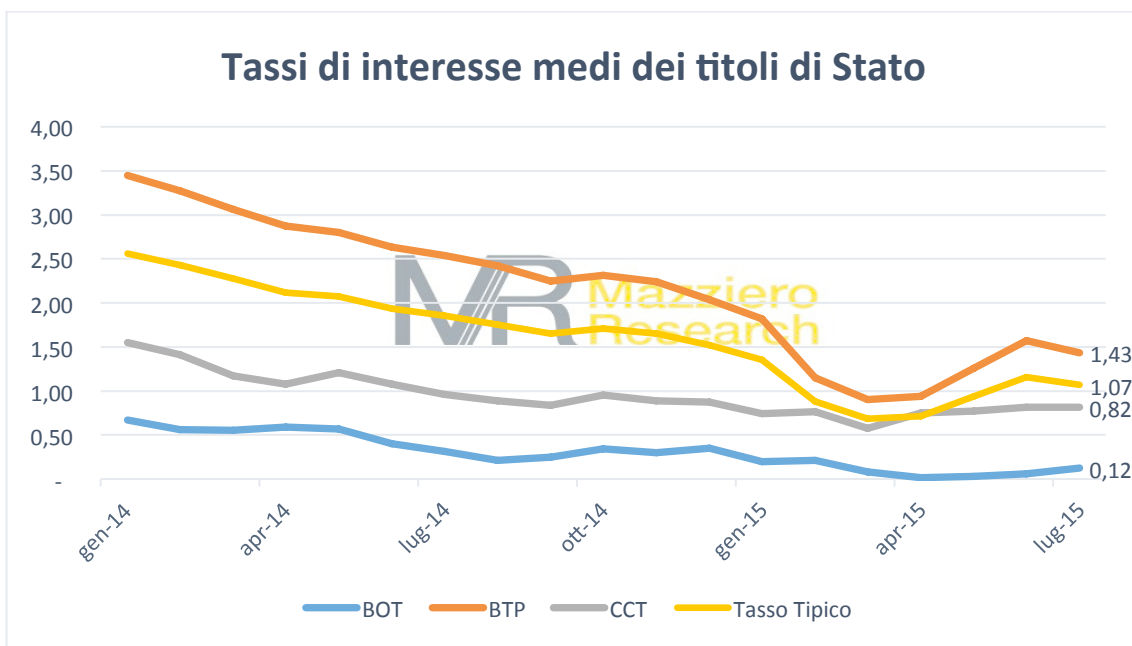
- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: 46,551 miliardi.
- Durata media finanziaria: 9,12 anni.
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 291,715 miliardi.



*Figura 3: Circolante di Titoli di Stato dal 2011 ad agosto 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*

I tassi di interesse dei titoli di Stato registrati a luglio restano al di sopra dei valori minimi registrati tra marzo e aprile. Aumentano quindi lievemente i rendimenti di un investimento in BOT, restando comunque in campo negativo per lo 0,245%.

Continua invece a salire la vita media residua dei titoli di Stato, giunta ormai a ridosso di 6,5 anni. Evidentemente il Dipartimento del Tesoro sta cercando di sfruttare a pieno le condizioni favorevoli di stabilità dei tassi e della relativa calma dei mercati per allungare il più possibile le scadenze.



*Figura 4: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da gen. 2014 a lug. 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 10** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse medio di luglio 2015 calcolato dalla Banca d'Italia pari allo 0,12%.

| Elenco costi               |         | Rendimento BOT Annuale | 0,1200%  |
|----------------------------|---------|------------------------|----------|
| Ritenuta fiscale           | 0,0150% |                        |          |
| Bollo conto titoli         | 0,2000% |                        |          |
| Commissione bancaria       | 0,1500% |                        |          |
| Decurtazione da inflazione | 0,0001% |                        |          |
|                            |         | Costi                  | 0,3651%  |
|                            |         | Rendimento netto       | -0,2451% |

*Tabella 10: 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 0,5%, questo valore è attualmente trascurabile, ma potrebbe ampliarsi nel caso di una crescita inflativa.

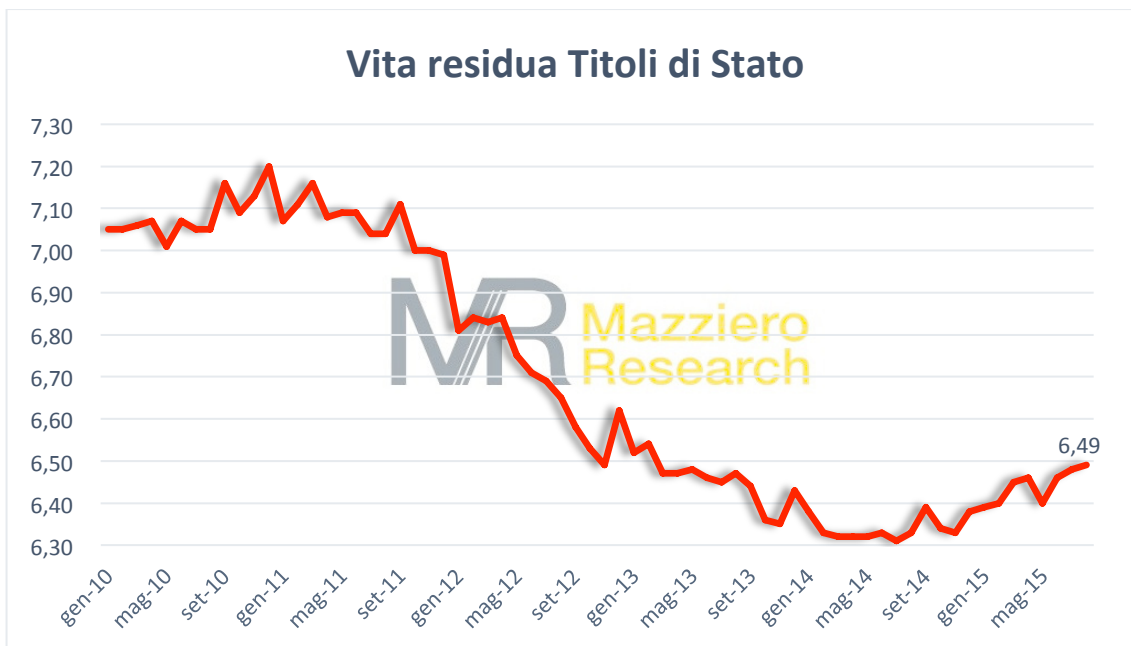
Dal 19 gennaio 2015 la commissione bancaria massima è 0,05% per il Bot trimestrale, 0,10% per quello semestrale e 0,15% per quello annuale; nel caso di rendimento nullo o negativo le commissioni sono azzerate.

Quindi la **Tabella 10** mostra che a fronte di un rendimento lordo dello 0,12% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,2450%.

|                        |          |
|------------------------|----------|
| Investimento in BOT    | 1.000,00 |
| Rendimento BOT Annuale | 1,20     |
| Costi                  | 3,65     |
| Rendimento netto       | - 2,45   |

*Tabella 11: Rendimento netto per ogni 1.000 euro investiti in Bot*

La **Tabella 11** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno 1,20 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 3,65 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 2,45 euro di tasca propria.



*Figura 5: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2010 ad agosto 2015  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

L'accortezza del Dipartimento del Tesoro è riscontrabile anche nella distribuzione mensile delle scadenze; osservando l'ammontare dei titoli a scadenza sino a giugno 2016, solo la scadenza di dicembre (57,8 miliardi) potrebbe costituire un rischio rilevante qualora i mercati dovessero manifestare nervosismo. Meno impegnative invece le scadenze di novembre (29,9 miliardi) e aprile 2016 (35,1 miliardi); mentre tutte le altre scadenze presentano importi da rinnovare che non dovrebbero costituire eccessiva difficoltà. Anche la distribuzione delle scadenze dal 2016 al 2025 presenta un andamento discendente abbastanza regolare.



*Figura 6: Titoli di Stato in scadenza sino a giugno 2016 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*



*Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino al 2025  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

## Riquadro 6

### Sensibilità al rialzo dei rendimenti

La recente Crisi Greca ha mostrato che, anche in una condizione di acquisti di titoli di Stato da parte della Banca Centrale Europea, i rendimenti dei titoli governativi sono sempre soggetti ad ampie variabilità, in particolar modo per il nostro Paese gravato da un enorme debito pubblico.

Un aumento dei rendimenti genera un effetto a ricaduta e durevole nel tempo in considerazione della durata finanziaria dei titoli e della necessità di continue emissioni per rimpiazzare i titoli in scadenza.

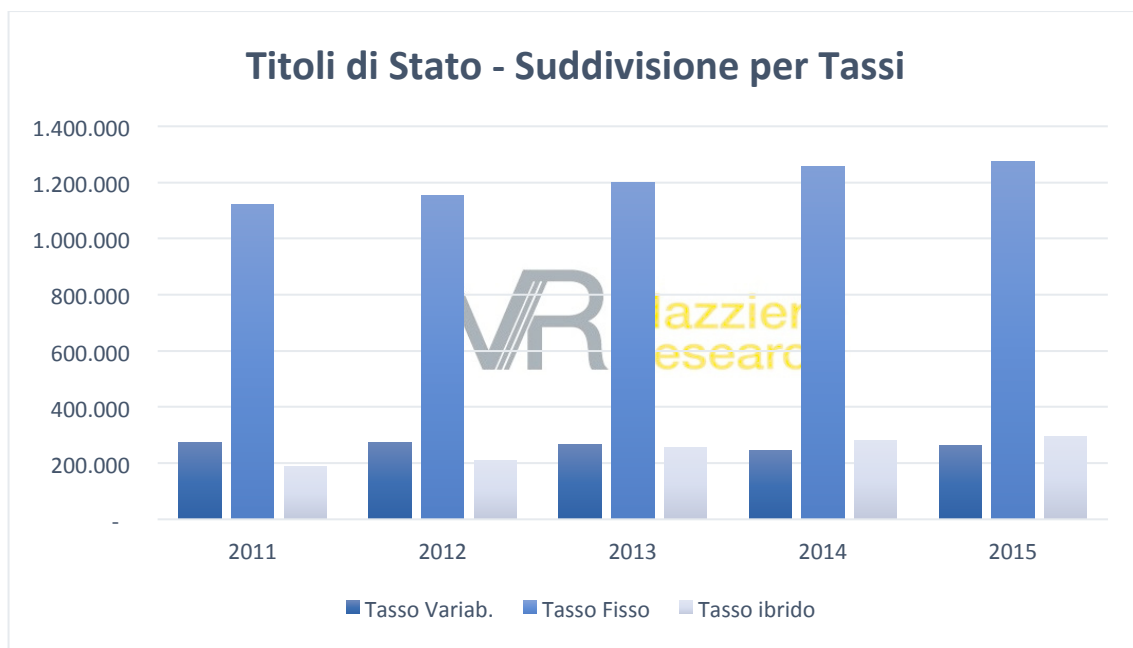
Il tutto impatta sulla spesa per interessi messa a budget attraverso il Documento di Economia e Finanza.

| Variazione tasso | Sensibilità mese | Sensibilità anno |
|------------------|------------------|------------------|
| 0,50%            | 179              | 2.143            |
| 0,75%            | 268              | 3.214            |
| 1,00%            | 357              | 4.286            |
| 1,25%            | 446              | 5.357            |
| 1,50%            | 536              | 6.428            |
| 1,75%            | 625              | 7.500            |
| 2,00%            | 714              | 8.571            |

*Tabella 12: Sensibilità in milioni di euro per variazione tasso interessi*

Secondo le stime Mazziere Research un incremento dei rendimenti sui titoli di Stato dell'1% costerebbe circa 357 milioni in più per ciascun mese, pari a 4,3 miliardi all'anno. Ad ogni anno successivo le maggiori spese si aggiungerebbero a quelle del primo anno determinando maggiori oneri per 8,6 miliardi e così a seguire per gli anni successivi sino al raggiungimento dell'età media dei titoli di Stato pari a circa 6 anni e mezzo.





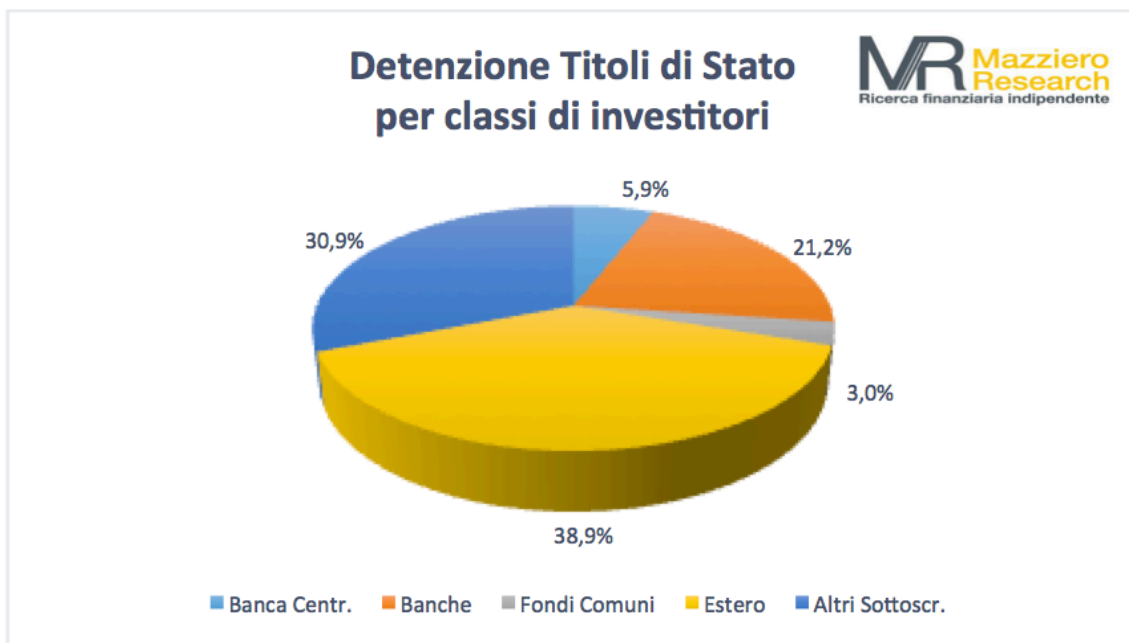
*Figura 8: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato dal 2011 ad agosto 2015  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

La suddivisione per tassi delle emissioni vede una forte predominanza di tasso fisso, per circa il 70%, tasso variabile per 14% e un tasso ibrido (valuta e indicizzazioni) per un 16%. Il tasso fisso è principalmente rappresentato dal circolante di BTP per 1.216 miliardi. Ciò rende abbastanza contenuta la sensibilità alla variazione dei tassi, che comunque in termini assoluti presenta importi di tutto rispetto: 357 milioni al mese per ogni variazione dell'1%, pari a 4,3 miliardi l'anno.

La detenzione dei titoli di Stato per classi di investitori vede i sottoscrittori italiani al 30,9% e quelli esteri al 38,9%, le banche detengono il 21,2%, mentre la banca centrale detiene il 5,9%. Va precisato che la porzione di titoli di Stato detenuta da risparmiatori italiani mediante Sicav estere viene contabilizzata nella categoria estero.

| BOT     | BOT Flex   | CCT         | CTZ      | BTP           |
|---------|------------|-------------|----------|---------------|
| 126.287 | -          | 137.144     | 58.160   | 1.215.633     |
| BTP €i  | BTP Italia | BTP atipici | Estero € | Estero Valuta |
| 138.651 | 103.880    | 463         | 50.254   | 2.350         |

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



*Figura 9: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori a marzo 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

## Le Riserve della Banca d'Italia

| Descrizione                            | € milioni | € milioni | %    |
|--|-----------|-----------|------|
| <b>Riserve in valuta estera</b>        | 31.299    |           | 26%  |
| <b>Riserve verso FMI</b>               | 2.665     |           | 2%   |
| <b>Diritti speciali prelievo</b>       | 7.662     |           | 6%   |
| <b>Oro</b>                             | 78.951    |           | 65%  |
| <b>Altre attività di riserva</b>       | 1.053     |           |      |
| <b>Totale Riserve</b>                  |           | 121.630   | 100% |
| <b>Altre attività in valuta estera</b> | 1.320     | 1.320     |      |

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

### I fatti

- Le riserve ufficiali a luglio 2015 ammontano a 122 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad aprile 2015 è una riduzione di circa 3 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 65% 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)   | 1.648.504    | 22.760    | 2.152.947       | 2,00%       | 130,60%    | 1,40%   |
| Anno 2015 (st.FMI)  | 1.627.360    | 11.312    | 2.162.417       | 2,70%       | 133,30%    | 0,70%   |
| Anno 2016 (st.FMI)  | 1.646.888    | 19.528    | 2.175.888       | 2,10%       | 132,10%    | 1,20%   |
| Anno 2017 (st.FMI)  | 1.711.419    | 64.531    | 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) | 1.625.744    | 9.696     | 2.158.988       | 2,70%       | 132,80%    | 0,60%   |
| Anno 2016 (st.OCSE) | 1.650.130    | 24.386    | 2.202.924       | 1,80%       | 133,50%    | 1,50%   |

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti

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

### I fatti

- Nel secondo trimestre il PIL sale dello 0,3% rispetto al trimestre precedente; sale dello 0,7% su base annua.
- Il PIL resta del 9,1% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2015 è +0,6%.
- La produzione industriale da gennaio a giugno è salita dello 0,2%; nel medesimo periodo dell'anno scorso era salita dell'1,0%.
- Produzione industriale nel mese di luglio in crescita dell'1,1%.

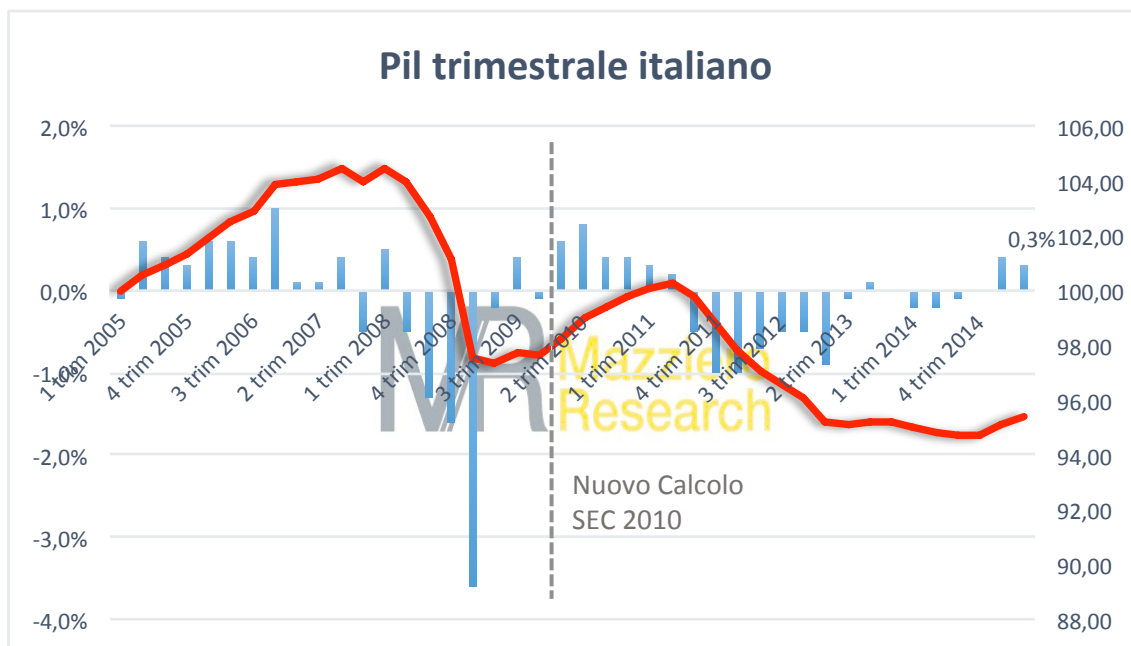


Figura 10: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 2 Trim. 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

### Il commento

È bastata la revisione al rialzo dello 0,1% sulla stima del Pil del secondo trimestre (dallo 0,2 allo 0,3%) per parlare di fine della crisi e ripartenza della crescita nazionale.

Il dato del secondo trimestre segue quello del primo trimestre dello 0,4%, portando il progresso da inizio anno allo 0,7%; il Governo procederà quasi sicuramente a una revisione della stima di crescita annua allo 0,9%, in rialzo di due decimi dallo 0,7% precedente.

Il problema reale è che si sta disquisendo su insignificanti 0,1% in più o in meno, quando l'Italia si trova ancora del 9,1% al di sotto dei livelli raggiunti ante-crisi nel 2008; è ovvio che una crescita decimale non può propriamente definirsi crescita, ma piuttosto stagnazione.

A solo titolo di raffronto troveremo che la Spagna cresce dell'1%, dopo uno 0,9% del trimestre precedente; la Grecia (strano ma vero!) cresce lo 0,9%, dopo uno 0,1%; il Regno Unito lo 0,7%, dopo uno 0,4%; la Germania lo 0,4%, dopo uno 0,3%; solo la Francia ha mostrato una crescita piatta, dopo aver segnato però uno 0,7% nel primo trimestre.

| Anni | 1 trim. | 2 trim. | 3 trim. | 4 trim. |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 2005 | -0,1%   | 0,6%    | 0,4%    | 0,3%    |
| 2006 | 0,6%    | 0,6%    | 0,4%    | 1,0%    |
| 2007 | 0,1%    | 0,1%    | 0,4%    | -0,5%   |
| 2008 | 0,5%    | -0,5%   | -1,3%   | -1,6%   |
| 2009 | -3,6%   | -0,2%   | 0,4%    | -0,1%   |
| 2010 | 0,6%    | 0,8%    | 0,4%    | 0,4%    |
| 2011 | 0,3%    | 0,2%    | -0,5%   | -1,0%   |
| 2012 | -1,0%   | -0,7%   | -0,5%   | -0,5%   |
| 2013 | -0,9%   | -0,1%   | 0,1%    | 0,0%    |
| 2014 | -0,2%   | -0,2%   | -0,1%   | 0,0%    |
| 2015 | 0,4%    | 0,3%    |         |         |

**Legenda colori**  
**Variatione Trimestrale**

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

Tabella 16: PIL trimestrale dal 2005 al 2 Trim. 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

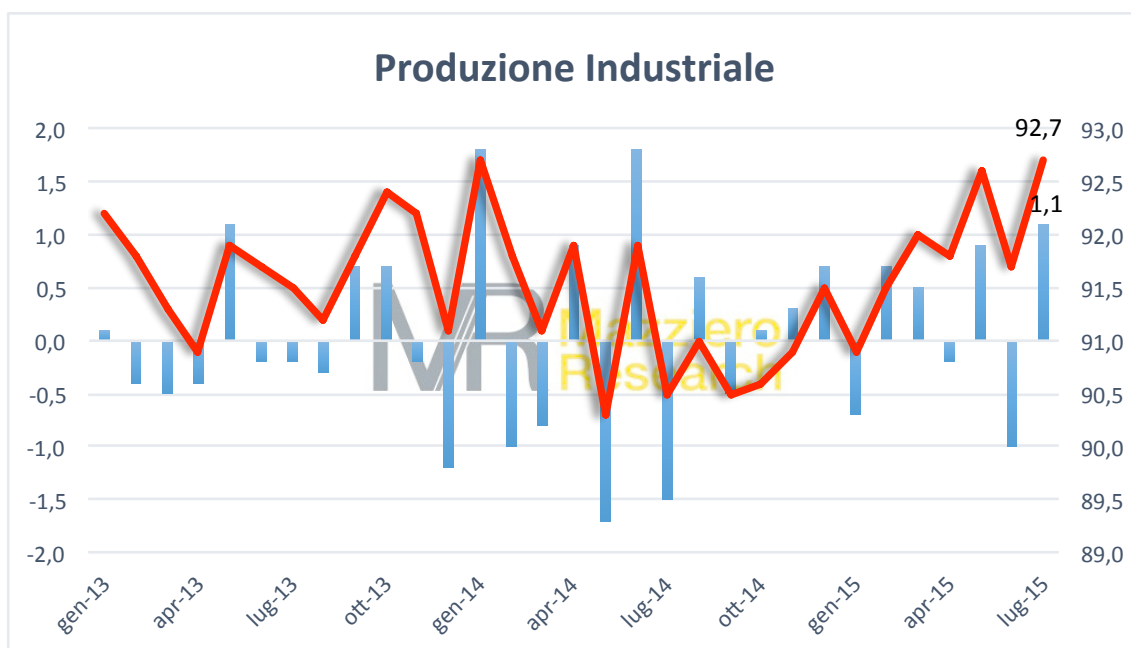


Figura 11: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a lug. 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

Se poi ci si sposta ad esaminare il dato della produzione industriale potremo osservare che:

- Nel secondo trimestre del 2015 la produzione industriale è diminuita dello 0,3%.
- Nei primi sei mesi del 2015 la produzione industriale è salita dello 0,2%.
- Nei primi sei mesi del 2014 la produzione industriale era cresciuta dell'1,0%.

Solo la lettura di luglio con una crescita dell'1,1% sembrerebbe presentare quello slancio che nei primi sei mesi dell'anno è risultato quantomeno latitante.

Ma è chiaro che nella misura del Pil entrano diverse componenti e quindi se andiamo ad analizzare i vari aggregati del Prodotto Interno Lordo è possibile constatare che il maggior progresso è determinato dalle variazioni delle scorte.

Il dato potrebbe indicare un incremento delle scorte in vista di un prossimo aumento dei consumi; ma al tempo stesso non mancano le insidie derivanti dal fatto che i consumi potrebbero non aumentare e quindi le eccedenze verrebbero poi smaltite con un nuovo calo dell'attività produttiva (si veda anche l'articolo del sito Phastidio: [Il Pil del secondo trimestre in controluce](#))

#### PROSPETTO 2. CONTRIBUTI ALLA VARIAZIONE CONGIUNTURALE DEL PIL (III trim. 2014 - II trim. 2015).

Dati concatenati, destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario (anno di riferimento 2010).

| AGGREGATI  | III/2014 | IV/2014 | I/2015 | II/2015 |
|--|----------|---------|--------|---------|
| <b>Domanda nazionale al netto delle scorte</b>     | 0,0      | 0,2     | 0,1    | 0,2     |
| - <b>Consumi finali nazionali</b>                  | 0,1      | 0,2     | -0,1   | 0,2     |
| - spesa delle famiglie residenti e delle ISP       | 0,1      | 0,1     | -0,1   | 0,3     |
| - spesa della P.A.                                 | 0,0      | 0,1     | 0,0    | 0,0     |
| - <b>Investimenti fissi lordi</b>                  | -0,1     | 0,0     | 0,2    | -0,1    |
| <b>Variazione delle scorte e oggetti di valore</b> | 0,1      | -0,5    | 0,5    | 0,4     |
| <b>Domanda estera netta</b>                        | -0,1     | 0,4     | -0,3   | -0,2    |
| <b>Prodotto interno lordo</b>                      | -0,1     | 0,0     | 0,4    | 0,3     |

\* I totali possono non corrispondere alla somma delle componenti per gli arrotondamenti effettuati.

Tabella 17: PIL trimestrale scomposto per aggregati  
(Fonte: Istat)

## L'inflazione

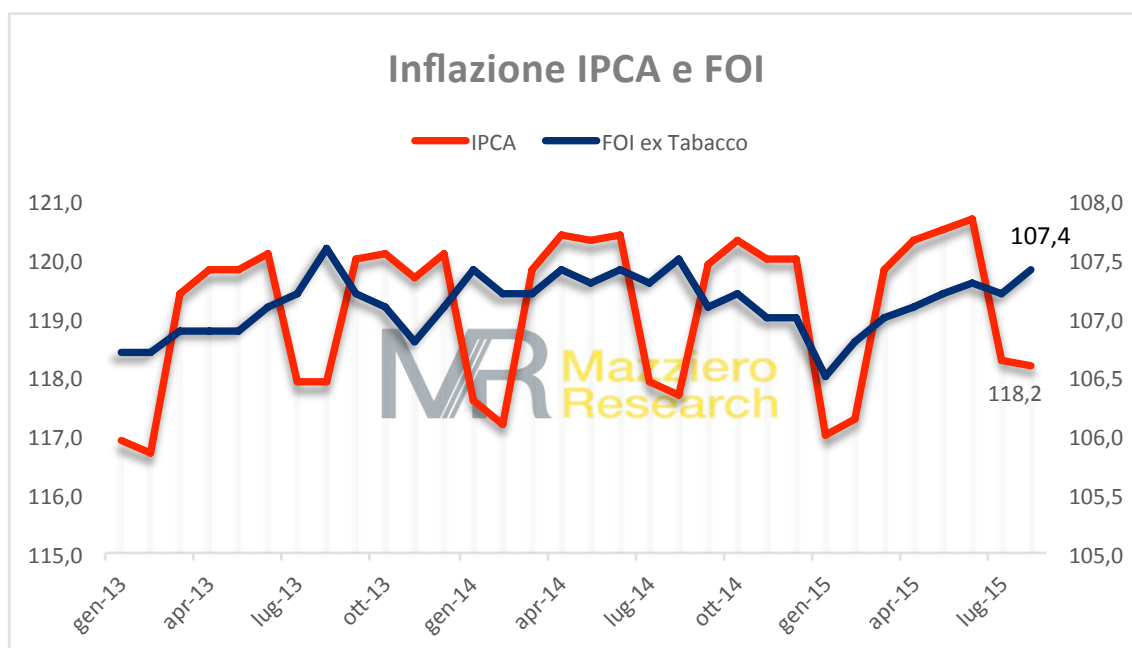


Figura 12: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2013 ad agosto 2015 (Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Il tasso annuo di inflazione IPCA ad agosto è pari allo 0,4%.
- Il tasso di inflazione medio IPCA nel 2014 è stato dello 0,2%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2015 è pari allo 0,2%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2005, è pari a 118,2, ben al di sotto del precedente massimo storico di giugno 2015 a 120,7.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2010, è pari a 107,4, 0,2 punti al di sotto del massimo storico di 107,6 dell'agosto 2013.

### Il commento

L'inflazione in Italia abbandona i valori negativi registrati su base annua nel primo semestre (indice IPCA), il tasso inflativo resta tuttavia frazionario e l'inflazione acquisita per l'anno 2015 è al momento dello 0,2%.

La **Figura 12** mostra chiaramente come sia l'indice IPCA che il FOI siano pressoché stazionari; di diversa entità invece la fluttuazione attorno alla media, dovuta al fatto che l'indice FOI a differenza dell'IPCA non tiene conto dei saldi stagionali.

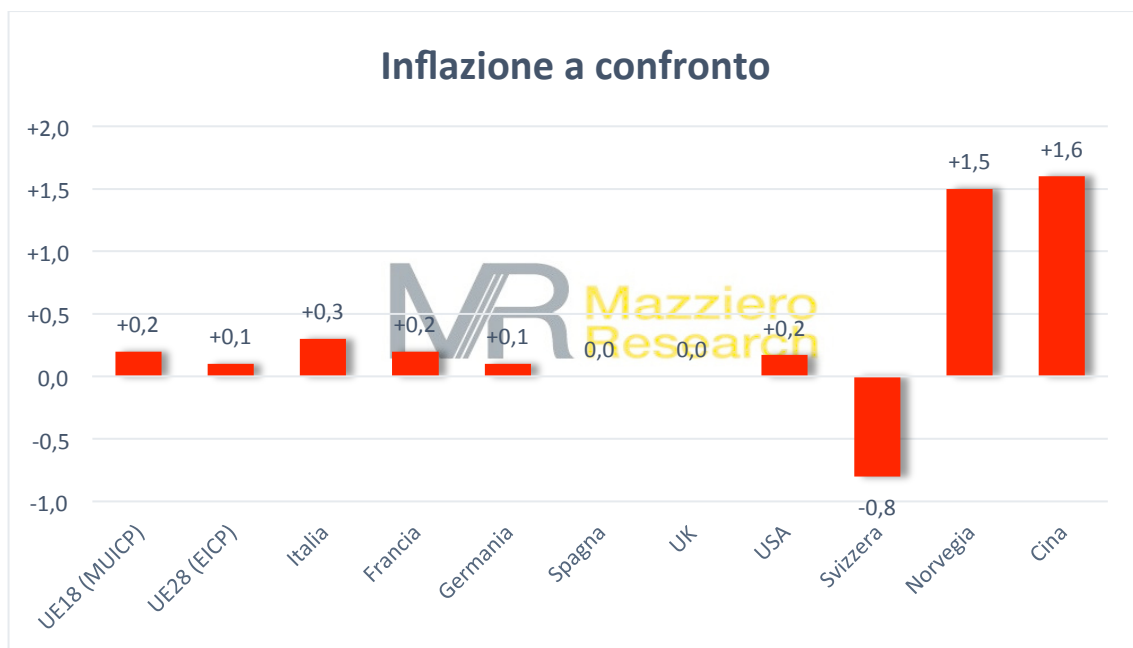


Figura 13: Confronto del livello annuo di inflazione fra vari paesi (Elaborazione su dati Eurostat)

La **Figura 13** mostra, invece un raffronto del valore dell'inflazione fra i vari paesi: Stati Uniti ed Eurozona con valori frazionalmente positivi, zero per Regno Unito e Spagna, valori ampiamente positivi per Cina e Norvegia, infine valore ampiamente negativo per Svizzera.

#### Riquadro 7

##### **Inflazione acquisita**

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

##### **FOI (ex tabacchi)**

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

##### **NIC**

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

##### **IPCA**

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

## La disoccupazione



Figura 14: Disoccupazione in Italia da gennaio 2012 a luglio 2015  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Disoccupazione: 12,0% a luglio; record storico 13,4% rilevato a novembre 2014. 40,5% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 44,2% rilevato a giugno 2015.
- Tasso di occupazione: 56,3% della popolazione tra 15 e 64 anni; migliore lettura da dicembre 2012.
- Cassa integrazione: da gennaio a luglio 2015 autorizzate 417 milioni di ore. da gennaio a luglio 2014 furono autorizzate 642 milioni di ore.

### Il commento

Forse potrebbe essere troppo presto per dirlo e senz'altro necessitano ulteriori conferme, ma il mese di luglio potrebbe davvero rappresentare il punto di svolta sui dati provenienti dal mondo del lavoro.

La disoccupazione è scesa al 12%; un dato ancora molto elevato, anzi troppo elevato, ma che inizia a discostarsi in modo significativo da quel record del 13,4% registrato a novembre scorso.

La disoccupazione giovanile risulta pari al 40,5%, un valore preoccupante se valutato a sé stante, ma ben inferiore se raffrontato al record del 44,2% misurato nel mese precedente. Ed è proprio questo, oltretutto, l'aspetto che ne suggerisce l'estrema cautela: il fatto che il dato è il migliore da ottobre 2013 e al tempo stesso segue immediatamente il mese in cui è stato segnato il record storico.

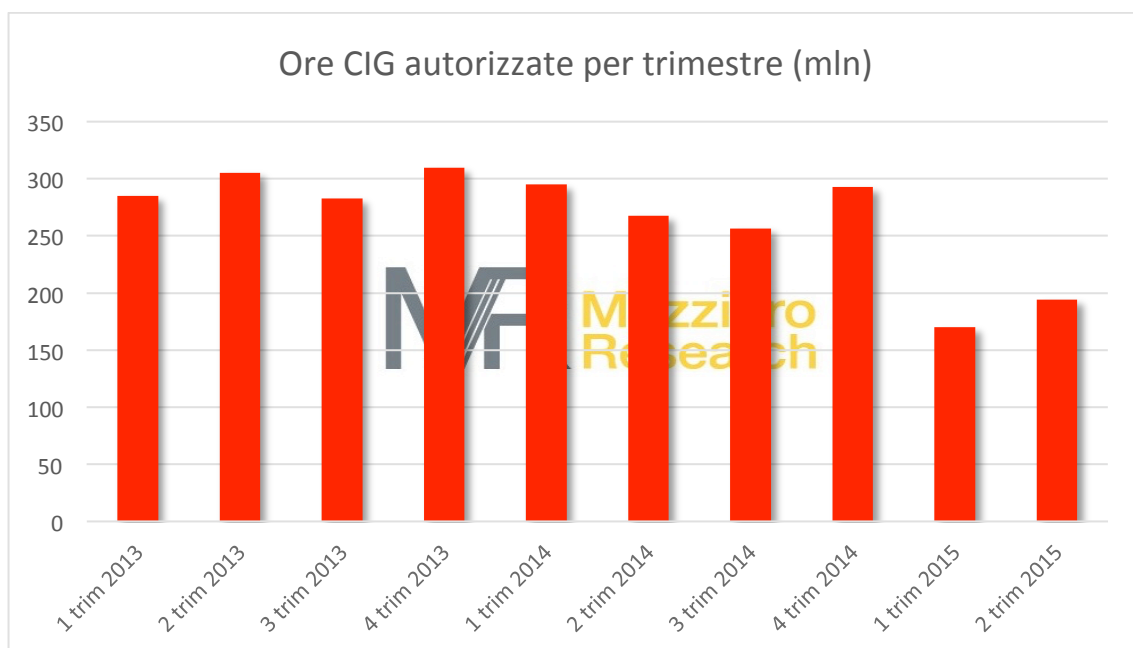




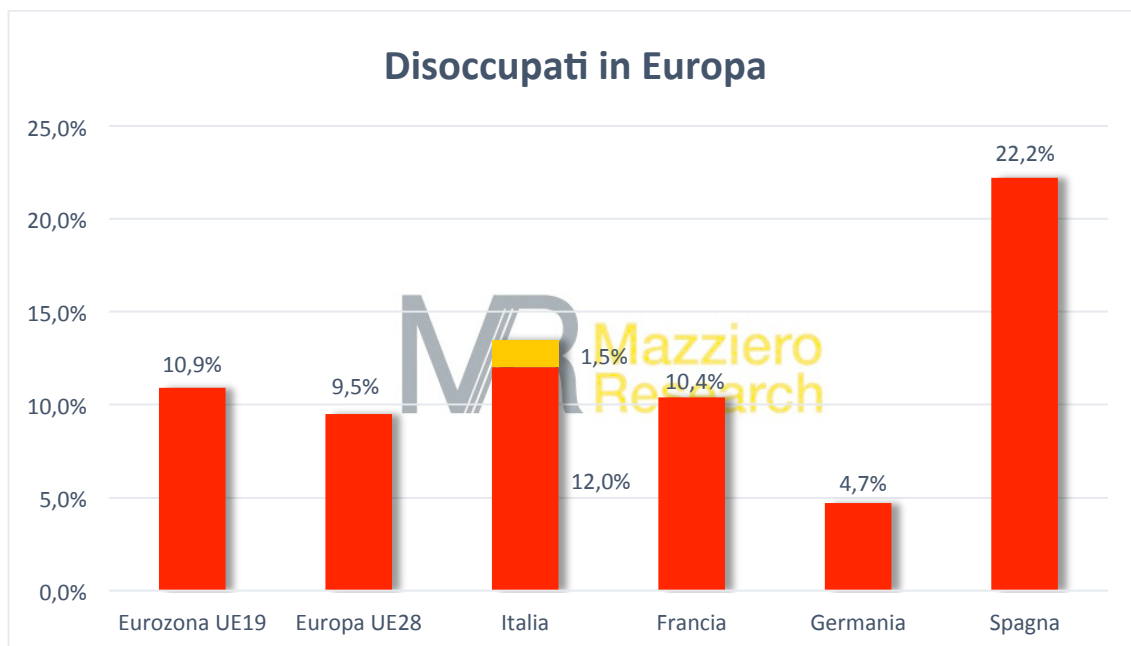
*Figura 15: Andamento occupazione da gennaio 2012 a luglio 2015  
(Fonte: Istat)*

Visto in questo contesto il dato non può quindi considerarsi attendibile per l'instaurarsi di un'inversione di rotta, in quanto potrebbe repentinamente peggiorare in una delle prossime rilevazioni mensili.

Anche sul lato dell'occupazione vi sono dei miglioramenti, con una crescita notevole degli occupati e con una lettura che non si vedeva da luglio 2012. Ulteriore dato positivo inoltre proviene dall'Osservatorio sul precariato Inps che nei primi sette mesi dell'anno segnala l'instaurarsi di 277 mila nuovi rapporti di lavoro, con un miglioramento del 9,2% rispetto al medesimo periodo dell'anno scorso.



*Figura 16: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2013 al 2015  
(Fonte: Inps)*



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

Sul lato della Cassa Integrazione le ore autorizzate per trimestre nel 2015 sono ben al di sotto di quelle dei trimestri del 2013 e 2014. Pur riscontrando nel secondo trimestre del 2015 un ammontare di ore autorizzate del 14% superiore rispetto ai primi tre mesi dell'anno, il ricorso all'ammortizzatore sociale sembra essere ormai in via di riduzione.

Purtroppo questo non ci dice se la riduzione corrisponda effettivamente a un minore fabbisogno o sia piuttosto dovuto al termine del periodo in cui tale misura di prestazione sia erogabile.

Tuttavia la Cassa Integrazione rappresenta ancora una buona fetta di persone non occupate e vale per un ulteriore 1,5% che sommato al 12% di disoccupazione porta a un valore totale pari al 13,5%, ben al di sopra della media europea, in particolar modo di Francia e Germania.

#### Riquadro 8

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

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

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

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

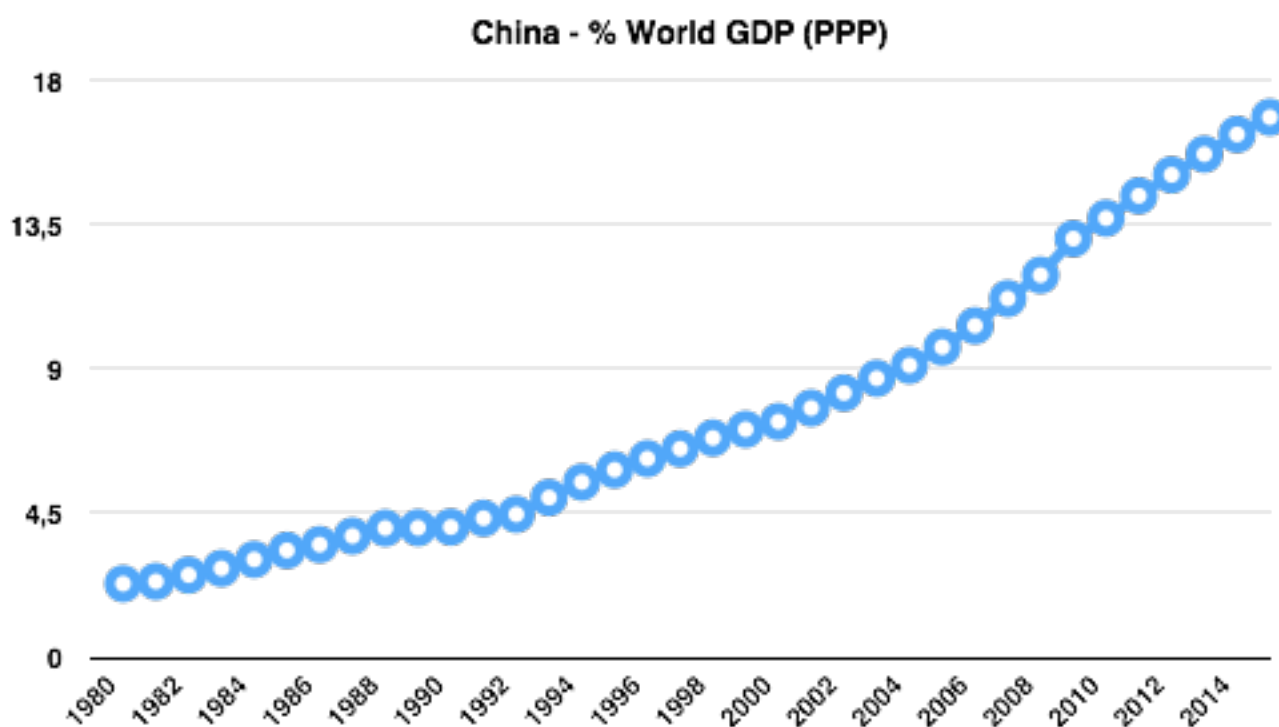
## Approfondimenti

### Il commento di Andrew Lawford

#### Cina e Petrolio: quale effetto sull'Italia?

Gli ultimi 12 mesi hanno portato degli sviluppi notevoli per l'economia cinese e per il mercato del petrolio. Siccome entrambi questi temi macroeconomici sono di grande rilievo per tutte le nazioni nel mondo, si cercherà in questo commento di inquadrare l'effetto sull'Italia, soprattutto con una visione relativa ad altre nazioni.

La Cina, a livello economico, è cresciuta molto d'importanza nell'ultimo ventennio (si veda **Figura 1**) e oggi nessuna analisi che riguarda la produzione industriale, il commercio internazionale o i consumi di materie prime è completa senza la dovuta attenzione al ruolo giocato da questo Paese.

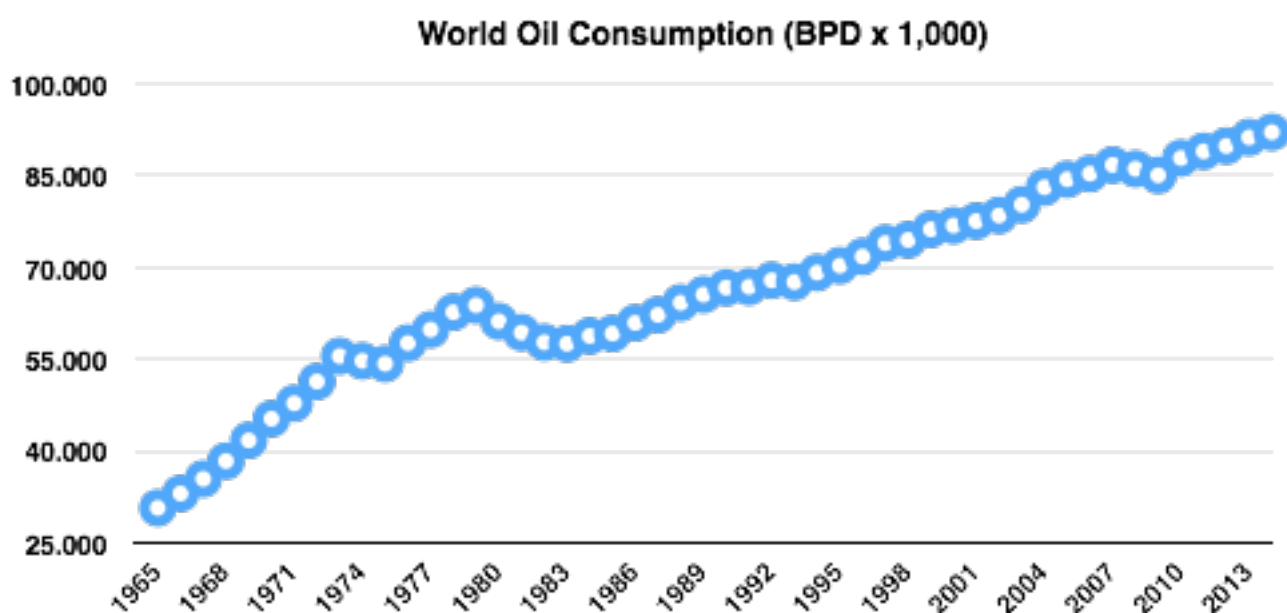


**Figura 1: Pil cinese (% del Pil mondiale)**

**Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati FMI (via Bloomberg)**

Le voci che sentite in questi ultimi anni che parlavano dell'arrivo di un rallentamento dell'economia cinese sono diventate sempre più insistenti nel corso del 2015 e ormai non si può negare che qualche cambiamento di direzione è in corso nel Paese. Esattamente la forma che prenderà questo cambiamento non è nota, ma sembra chiaro che gli anni del boom immobiliare e infrastrutturale in Cina siano alle spalle. Ovviamente ciò non vuol dire che l'intera economia è destinata a cambiare o crollare, ma la crescita a certi ritmi, spinta dai soliti settori, diventa più difficile man mano che l'economia cresce in termini assoluti.

Per il petrolio, invece, il suo ruolo fondamentale come fonte d'energia primaria non è in discussione, nonostante quanto si sente dire sulla crescita delle fonti rinnovabili (si veda **Figura 2**).



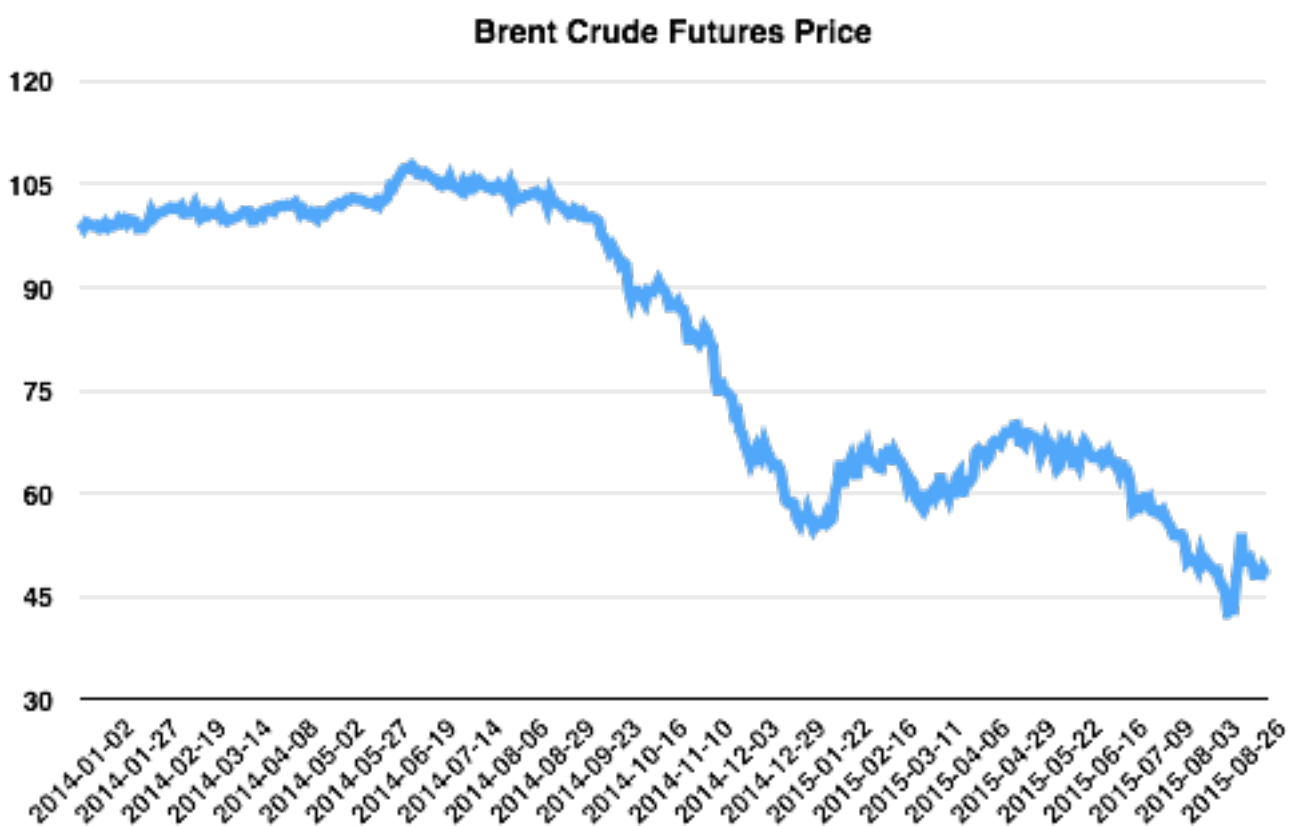
**Figura 2: Consumi mondiali di petrolio**

**Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati BP Statistical Review (via Bloomberg)**

Proprio a causa dell'importanza del petrolio per l'economia mondiale, il crollo delle sue quotazioni nell'ultimo anno (si veda **Figura 3**) è un forte stimolo per tutte le nazioni che dipendono dalle importazioni di materie prime.

## Chi vince e chi perde?

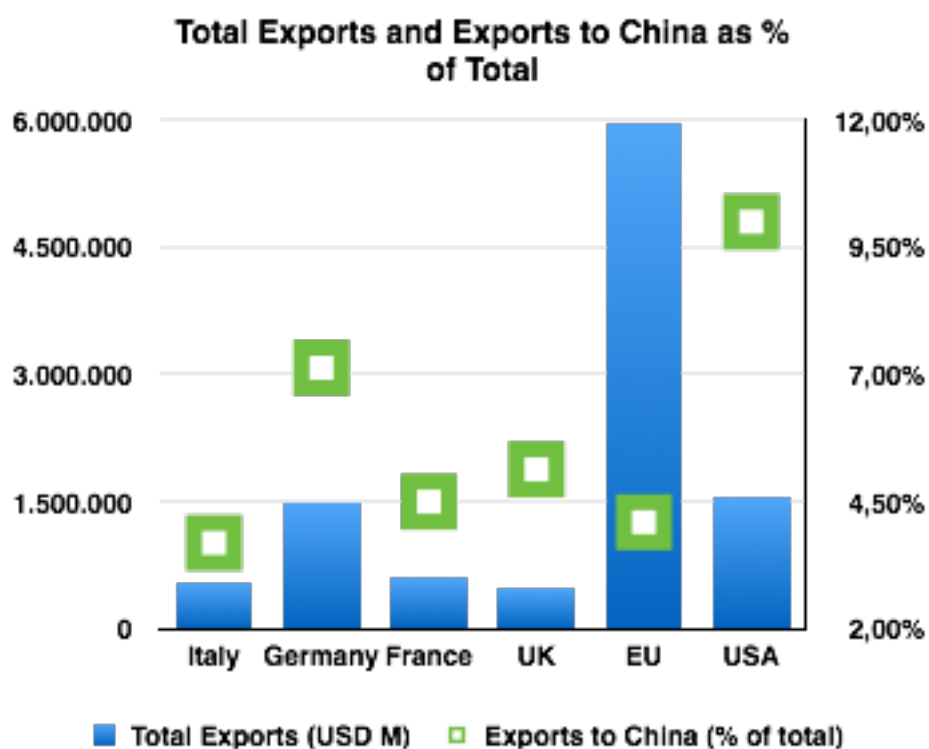
A grandi linee si può dire che chi dipende dalla domanda cinese in generale e le importazioni cinesi di materie prime, in particolare, si troverà relativamente a svantaggio in questo contesto di rallentamento cinese e calo del petrolio. Tuttavia, il discorso è sicuramente più articolato quando si considerano le diverse parti di certe zone economiche. Nell'occidente, è un luogo comune che quasi tutte le nazioni sviluppate importano sia petrolio che merci cinesi. Guardando a livello di singolo paese, invece, si trovano delle differenze notevoli.



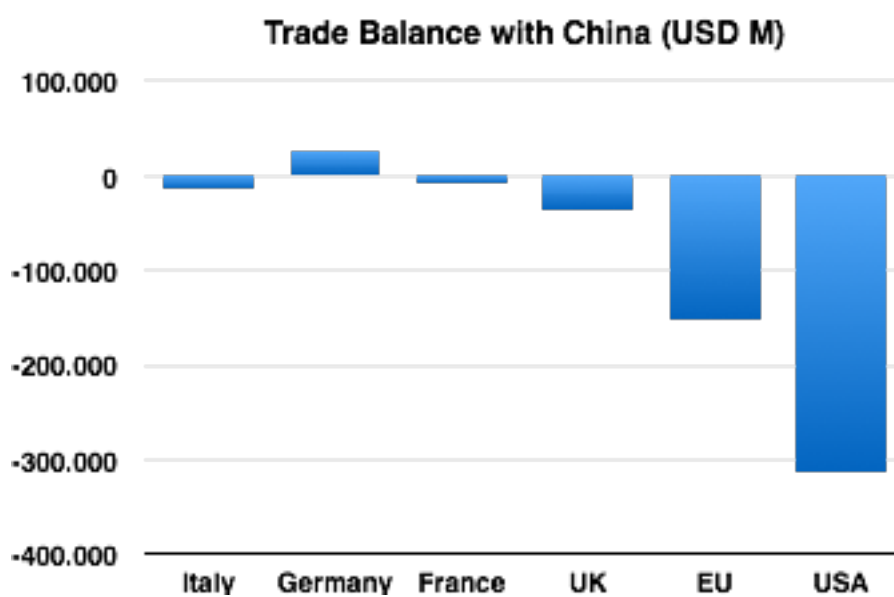
**Figura 3: Quotazioni petrolio Brent**  
*Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati Bloomberg*

## La bilancia commerciale con la Cina

La **Figura 4** evidenzia il valore delle esportazioni totali e la percentuale di quelle esportazioni destinata alla Cina per diversi paesi (nonché per l'UE). La **Figura 5** indica la bilancia commerciale delle varie nazioni con la Cina.



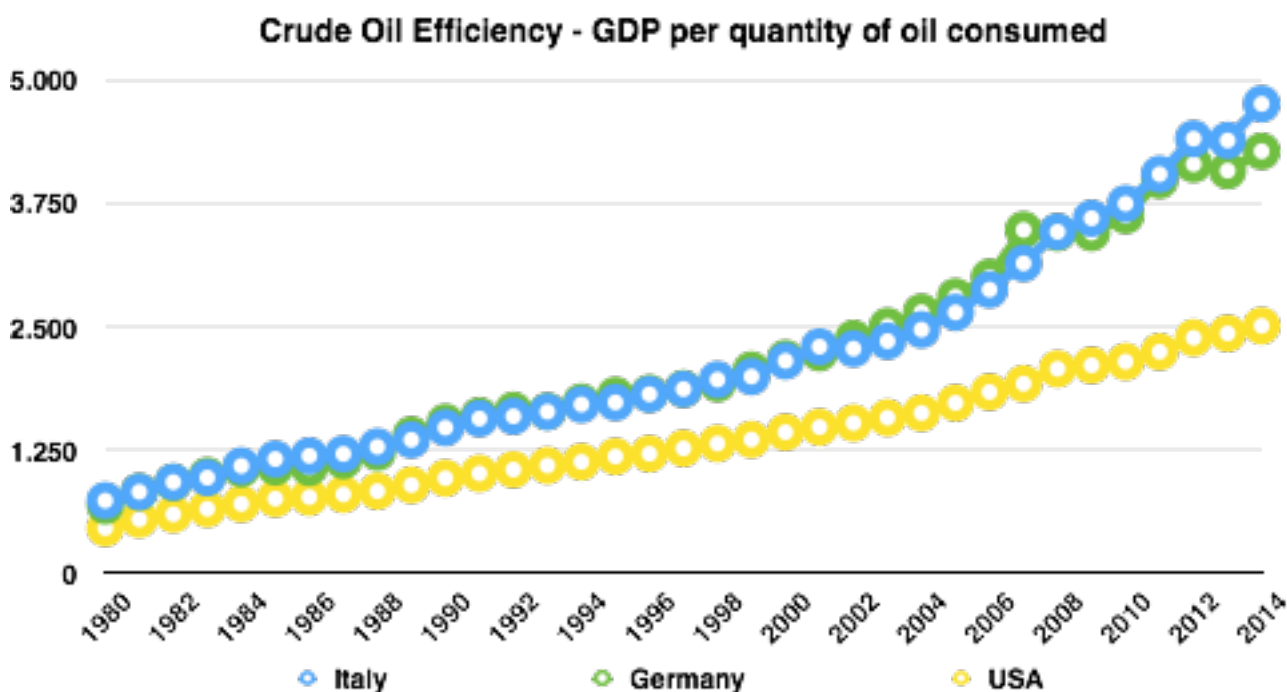
**Figura 4: Esportazioni totali e % del totale destinata alla Cina**  
**Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati Bloomberg**



**Figura 5: Bilancia commerciale con la Cina**  
**Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati Bloomberg**

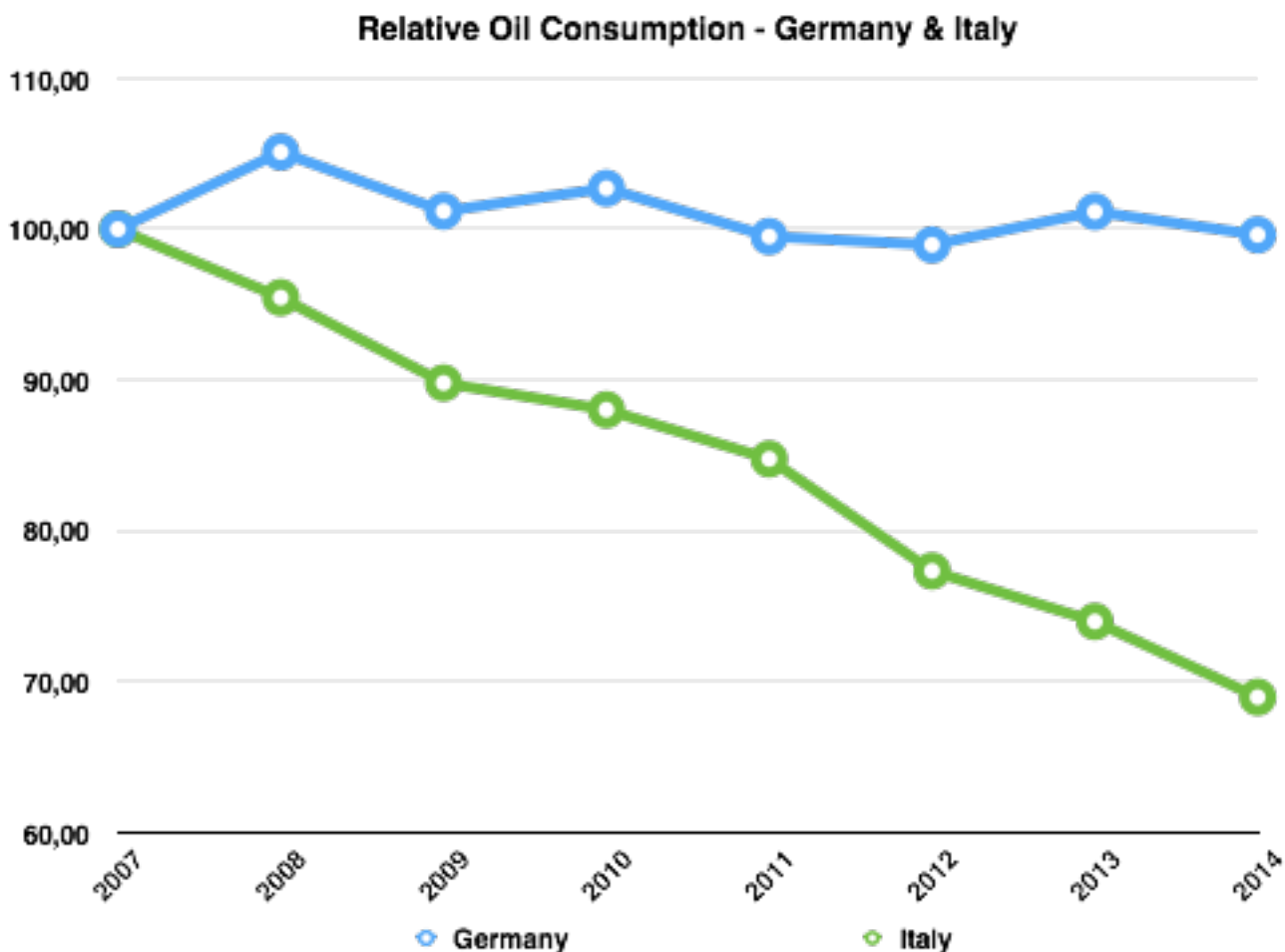
La cosa che forse colpisce di più dai dati presentati sopra è la differenza enorme nel profilo commerciale tra gli USA e l'UE; l'UE esporta molto di più in termini assoluti, ha una bilancia commerciale con la Cina molto meno negativa e dipende molto meno dalla domanda cinese per i propri prodotti. Nel contesto dei singoli paesi europei, invece, si rivela una situazione molto particolare, dove la Germania ha un surplus commerciale con la Cina (a differenza degli altri paesi analizzati) e dipende in maniera importante dalla domanda cinese per le sue esportazioni. L'Italia, in confronto, ha relativamente poco a che fare con la Cina, destinando poco più del 3,5% delle proprie esportazioni alla nazione asiatica (contro il 7% della Germania).

Data l'importanza della Cina come fonte di domanda per le merci tedesche, e considerando il rallentamento evidente nelle importazioni cinesi (-13,8% per il mese di agosto rispetto all'anno precedente), non c'è da stupirsi che la Germania favorisca qualsiasi politica (ad esempio, tenere la Grecia nella zona Euro) che ha come conseguenza l'indebolimento della propria valuta.



**Figura 6: Efficienza petrolifera**

**Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati BP Statistical Review of Energy / Banca Mondiale (via Bloomberg)**



**Figura 7: Consumi di petrolio relativi al 2007**  
**Fonte: Elaborazione Mazziro Research su dati BP Statistical Review of Energy (via Bloomberg)**

### **L'intensità dell'utilizzo del petrolio**

Per dare un'idea di chi beneficia di più dal crollo delle quotazioni del petrolio, si può esaminare la **Figura 6**, dove il Pil pro capite è stato diviso per i consumi del petrolio pro capite, per dare un indice di efficienza energetica (o almeno petrolifera). Senza molte sorprese, si scopre che le nazioni europee (Italia e Germania) sono molto più efficienti rispetto agli USA. Forse più sorprendente è il fatto che la Germania ormai è meno efficiente rispetto all'Italia.



Purtroppo, la chiave di lettura per capire questa situazione è considerare l'andamento dei consumi di petrolio in Germania rispetto all'Italia. Prendendo come base l'anno 2007, i consumi tedeschi di petrolio sono rimasti pressoché invariati, mentre quelli italiani sono calati per oltre il 30% (si veda la **Figura 7**); più che ogni altro dato, questo ci può fare capire quanto l'Italia abbia sofferto rispetto alla Germania durante gli anni della crisi.

I mesi scorsi hanno mostrato un certo aumento dei consumi petroliferi in Italia; si spera che ciò sia segno della reattività dell'industria e non solo a causa di una maggiore propensione all'utilizzo dell'auto. Il timore però è che la riduzione dei consumi del petrolio sia proprio per una mancanza di investimenti in nuova capacità produttiva; l'aspetto negativo di tutto ciò consisterebbe nel fatto che l'Italia trarrebbe molto meno beneficio rispetto ad altre nazioni che sono resistenti meglio alla crisi.

*Andrew Lawford*

# Teorie economiche e capacità individuali

(Note economiche)  
di *Gabriele Serafini*

## *Sommario*

Un necessario riequilibrio delle finanze pubbliche non impedisce una politica economica espansiva che sia basata su interventi *normativi* invece che sul *deficit* pubblico. Questa considerazione, assieme alla consapevolezza che l'economia è una dimensione dell'agire umano che supera l'individualità, indica che l'impresa è un ente che produce ricchezza in un sistema economico costituito dalla interazione degli *agenti* che vi insistono. La funzione tecnico produttiva dell'impresa non può quindi essere costretta entro i limiti privati della proprietà della ricchezza impiegata e tesaurizzata ed il superamento della crisi ha come preconditione la comprensione della dimensione super-individuale della combinazione dei fattori produttivi e delle condizioni che ne determinano la realizzazione.

## *1. Austerità di bilancio o politica economica recessiva*

Sul numero precedente di questo Osservatorio abbiamo affermato di condividere la necessità dell'equilibrio delle finanze statali, quanto meno nel lungo periodo. Nel corso di quell'intervento abbiamo inoltre ritenuto che la politica economica tipica dell'Austerità delle finanze pubbliche sia di per sé recessiva.

Queste due affermazioni molto spesso sono ritenute incompatibili, come se l'una dovesse escludere l'altra. Ciò avviene perché si ritiene che il sostenere la necessità dell'equilibrio finanziario pubblico implichi il sostenere una politica economica recessiva, oppure che per sostenere una politica economica espansiva si debba necessariamente spingere per un *deficit* delle finanze pubbliche.

In termini generali, ovviamente, per ridurre il debito, ossia provvedere a rimborsarne una quota maggiore di quello che si emette, si deve ridurre il

saldo negativo del bilancio pubblico o aumentare quello positivo; e per far questo si deve procedere a ridurre la spesa (o alcune sue parti), oppure ad aumentare il peso dei tributi esatti e/o ad aumentare la ricchezza prodotta privatamente, rispetto a quella pubblica. Oppure ancora, si deve finanziare in maniera diversa la spesa pubblica, battendo moneta oppure mediante finanziamenti sovranazionali, o esteri, compensati mediante scambi commerciali.

In ogni caso, riteniamo ci sia un nesso fra *surplus* del bilancio pubblico e depressione dell'economia. È però necessario comprendere che questo nesso riguarda la politica del bilancio pubblico realizzata mediante la spesa e non considera la politica economica realizzata mediante interventi *normativi*.

Questo non significa che si possa ipotizzare una azione statale senza interventi normativi ma invece che una azione economica non si realizza esclusivamente mediante una spesa. Se così non fosse, ad esempio, gli interventi recenti sul mercato del lavoro realizzati mediante il *Jobs Act*, che incidono sulla variazione delle condizioni legali delle assunzioni dei lavoratori e sulla disciplina dei licenziamenti individuali e collettivi, non rientrerebbero nel novero delle azioni di politica economica, solo perché prodotti da interventi normativi invece che direttamente da spesa pubblica. Ecco quindi che una politica di bilancio che tenda *necessariamente* all'equilibrio (ripetiamo: quanto meno nel lungo periodo) non implica una politica economica *complessivamente* recessiva.

## 2. *Aspetti economici e normativi di una politica economica*

Tenere separate le due cose, ossia la politica economica realizzata mediante la *spesa* e quella mediante la *normativa*, può permettere di non aderire ad una forma di visione del mondo che coincide con il sorgere ed il perpetuarsi della crisi. Quest'ultima deriva infatti sicuramente da una incapacità di far fronte alle sfide che l'organizzazione sociale pone a sé stessa. Se non si tratta di sopravvivere ad una occupazione straniera o ad una catastrofe naturale o bellica, la radice della crisi è per forza connessa con la incapacità di organizzare le risorse in maniera (di nuovo) produttiva. La sequenza dei termini che uso è generica proprio perché la crisi ci investe tutti ma se una politica economica di equilibrio finanziario è necessaria, la riduzione della spesa pubblica netta è recessiva e l'economia privata non riesce a sostituirsi a quella pubblica che recede, non per questo si deve ritenere che per realizzare una politica economica espansiva si debba spingere verso un indebitamento dello stato o degli enti locali.

Non intendiamo sostenere questo punto mediante una proposta di finanziamento della spesa pubblica con moneta<sup>1</sup>. Vogliamo invece sottolineare che, dato che l'intervento pubblico non riguarda solo gli aspetti economici ma anche quelli normativi, il bandolo della matassa per la soluzione dei problemi si individua necessariamente solo tenendo separati gli aspetti economici da quelli normativi. Il motivo risiede nel fatto che non potendo impiegare il sistema della spesa in *deficit* per problemi di equilibrio finanziario, la politica economica deve insistere sul lato normativo, tipico, del resto, delle radici della parola "economia"; ossia: organizzazione o amministrazione della casa e, in senso esteso, dell'ambiente.

A questa premessa circa l'opportunità di interventi che permettano nuovamente una crescita economica, spesso viene fatta seguire una impostazione che spinge verso un rilancio della attività imprenditoriali, intendendole come attività che per esplicare efficacemente i propri effetti necessitano di libertà di azione individuale. L'unica alternativa, del resto, apparirebbe la spesa pubblica, tuttavia non praticabile, e quindi puntare sul ruolo produttivo dell'impresa coinciderebbe col puntare sulla diminuzione della presenza del pubblico. Ma siamo sicuri che siano effettivamente queste le alternative?

In effetti, se non si può puntare sulla spesa pubblica si deve puntare sulla spesa e gli investimenti privati; ma per farlo si può ritenere necessario aumentare la libertà di impresa solo ritenendo, appunto, che l'impresa sia un ente la cui natura sia direttamente privata ed individuale. Ebbene, a nostro avviso<sup>2</sup>, in questo modo si confondono gli *aspetti tecnico produttivi* con gli *aspetti proprietari*. Si confonde teoricamente l'*imprenditore* col *capitalista*. Il primo si occupa della combinazione dei fattori produttivi

---

<sup>1</sup> Questa modalità di finanziamento è stata oggetto di un acceso dibattito, nel periodo fra le due guerre mondiali, fra i sostenitori e gli avversari dell'intervento dello stato nell'economia e soprattutto in merito al ruolo inflattivo dello stesso intervento (EINAUDI 2012). Dal Secondo dopoguerra, inoltre, la discussione teorica è sfociata nella creazione di una vera dicotomia fra le scuole di pensiero pro o contro l'intervento dello stato nel sistema economico privato, basata sia su aspetti di misurazione che metodologici (HAYEK 1988; FRIEDMAN 1996), investendo tutti gli ambiti economici: dagli effetti di lungo periodo sul bilancio pubblico, alla creazione dell'inflazione, alla determinazione dei livelli di attività di un sistema economico (KEYNES 1978), al ruolo degli intermediari finanziari ed alla loro disciplina (TOBIN 1989), alla struttura del mercato del lavoro e dei livelli di occupazione (ROBINSON 1991), alla regolamentazione selettiva di alcuni settori economici, ecc. Non siamo certamente in grado di riassumere brevemente le questioni e le diverse posizioni in campo, che risentono anche delle misurazioni concretamente realizzate nei vari decenni e non è questo l'oggetto di questo intervento. In queste poche righe, quindi, non trattiamo degli effetti del finanziamento monetario della spesa pubblica.

<sup>2</sup> Oltre che secondo i fondatori ed i massimi teorici dell'economia politica (cfr.: WALRAS 2006; PARETO 1919, 2006).

mentre il secondo è il proprietario di uno di quei fattori. La libertà di azione del secondo allora non coincide necessariamente con la massima efficacia ed efficienza della azione del primo.

### *3. Individuo e mano invisibile*

Oltre alla separazione analitica fra aspetti economici e normativi, inoltre, bisogna considerare che, in caso di mancato reinvestimento delle risorse economiche realizzate in un processo produttivo, la natura di una crisi rivela che la società non presenta le condizioni adeguate affinché il capitale sia reinvestito. Questa ovvietà, è spesso intesa come la conseguenza di una mancanza di fiducia dell'imprenditore, oppure è spiegata con la necessità che quest'ultimo riacquisisca il ruolo che gli è proprio e che "faccia il suo mestiere", oppure che si debbano creare le condizioni proprio affinché egli possa farlo.

Una riflessione, però, deve essere ancora svolta in merito al fatto che in tutti i casi, sia che l'imprenditore non abbia fiducia nelle condizioni presenti, sia che non le riscontri per una sua carenza, proprio le "condizioni", in quanto tali, sono di natura non-individuale. Le condizioni superano la possibilità di scelta del singolo isolato ed anzi la determinano al pari di quanto le azioni del singolo si compongono per creare quelle stesse condizioni. Seguendo questa impostazione, la capacità di *superare* la crisi, e non solo quella di *crearla*, deriverebbe da condizioni che determinano l'azione del singolo e sono costituite da "un insieme di singoli". La produzione, e quindi la ricchezza che ne deriva, avrebbero pertanto una natura non strettamente individuale.

Sin dagli albori del moderno pensiero economico, in effetti, ADAM SMITH<sup>3</sup> ritenne di poter individuare nel *self-interest* la tensione del singolo che agendo per il proprio bene agisce anche per il bene della collettività, come se fosse guidato da una "mano invisibile". Ecco allora che la presenza di quest'ultima indica proprio una condizione super-individuale che co-determina l'agire dell'individuo (a nostro avviso manca ancora un termine economico che renda adeguatamente tale condizione che non è solo individuale ma che non è necessariamente collettiva)<sup>4</sup>, laddove per individuo è da intendersi nella teoria economica l'"agente economico", che

---

<sup>3</sup> Cfr. SMITH 2006.

<sup>4</sup> Anche FISHER (2006), WIESER (2006) e WICKSELL (2006), del resto, costruirono i propri sistemi di determinazione dei prezzi in un regime concorrenziale mediante l'analisi delle scelte dei singoli in rapporto con i prezzi stabiliti oggettivamente dal mercato (Cfr.: SERAFINI 2014).

comprende sia i consumatori (lavoratori e proprietari di capitale e altri fattori produttivi) che l'impresa<sup>5</sup>. L'impresa, in particolare, in quanto ente deputato alla combinazione dei fattori produttivi, riveste allora un ruolo centrale nei sistemi economici moderni; ma un ruolo non meramente individuale sia per le ricadute sociali della propria azione che, soprattutto, per la natura super-individuale delle condizioni che ne permettono il sorgere, il fiorire e il perire.

#### 4. Imprese, produzione e interazione degli agenti

Ricordiamo allora che la *tesaurizzazione* realizzata dalle imprese, non solo il risparmio realizzato dai consumatori, misurata in un numero precedente di questo Osservatorio, indica che le imprese stanno attualmente sperimentando difficoltà nell'individuare le condizioni per procedere ad un reinvestimento delle risorse economiche realizzate. Questa difficoltà, però, non dipende da una incapacità individuale o da una mancanza di volontà di procedere a reinvestire la ricchezza prodotta. Se il ruolo di una impresa è dato dalla combinazione dei fattori produttivi per l'ottenimento di un profitto, e contestualmente le condizioni perché questo accada sono di natura sociale, un mancato reinvestimento generale non può infatti avere una causa individuale ma deve averla super-individuale. Riteniamo che anche la soluzione debba considerare questa natura del problema.

Ragionando in questi termini emergono allora le complicazioni relative al riconoscimento delle attuali difficoltà delle imprese ad essere anche centri di propulsione della crescita economica, oltre che di combinazione dei fattori produttivi. I due ruoli non coincidono, anche se spesso sono confusi, ma l'essere un ente deputato alla combinazione dei fattori produttivi riguarda gli aspetti tecnici e funzionali dell'impresa, mentre l'essere il propulsore della crescita deriva dalla capacità di far fronte all'incontro fra domanda e offerta dei fattori produttivi e dei prodotti, permettendo l'occupazione dei fattori e la soddisfazione dei consumatori<sup>6</sup>. Se la politica economica riconosce però che un sistema economico di mercato è appunto costituito da un *sistema* e da un *mercato*, si può riconoscere la natura super-individuale del problema e dell'impostazione

---

<sup>5</sup> SAMUELSON 1993.

<sup>6</sup> In un prossimo lavoro tratteremo del problema di lungo periodo relativo alla disoccupazione volontaria collegata con la teoria dell'Equilibrio economico generale. Per ora possiamo solo anticipare che se le variabili implicate nella determinazione dell'Equilibrio economico non sono Domanda e Offerta ma Risorse e Impieghi, comprendendo fra gli impieghi anche una tesaurizzazione delle imprese di parte del profitto conseguito, anche il concetto di disoccupazione volontaria deve essere rivisitato.

del suo superamento<sup>7</sup>. Ecco allora che anche l'azione di politica economica deve essere tesa a coordinare l'esistenza delle risorse materiali disoccupate (la cui variazione annua è misurata anche dal volume della tesaurizzazione) con la forza lavoro disoccupata. Questa politica non può quindi consistere in una destrutturazione dell'intervento statale di tipo normativo, perché la destrutturazione di quello economico è recessiva ma l'intervento normativo si deve confrontare con la natura super-individuale del problema e quindi non può avere come obiettivo di fondo l'incremento dell'azione individuale delle imprese, bensì l'incremento di un'azione coordinata e super-individuale.

Ad oggi il Governo italiano e la presenza sempre più importante dell'Unione Europea nelle decisioni di politica economica rivelano una tendenza di fondo del sistema economico verso un superamento della individuazione dei problemi e della loro soluzione in termini individuali. E anche se l'intervento pubblico non fosse razionale<sup>8</sup>, sono ormai più di quarant'anni che la teoria economica ha accertato che anche l'individuo gode di una razionalità limitata<sup>9</sup>. Manca ancora il passo successivo relativo all'analisi delle scelte, in condizioni di incertezza, effettuate da *gruppi di agenti economici* e non da agenti isolati<sup>10</sup>. Pertanto, per ora possiamo

---

<sup>7</sup> In ambito psicoanalitico, oltre che antropologico, è già stata elaborata una formulazione dell'essenza "di gruppo" dell'interazione umana (BION 1971); in un futuro lavoro ci proponiamo di traslare in campo economico queste conoscenze.

<sup>8</sup> Cfr.: MISES 1989.

<sup>9</sup> KAHNEMAN 2002; KAHNEMAN, TVERSKY 1979. Proprio DANIEL KAHNEMAN e VERNON SMITH, l'altro studioso premio Nobel per l'Economia 2002, hanno recentemente pubblicato delle ricerche nelle quali inseriscono i propri risultati in un quadro più generale che ridimensiona, a nostro avviso, la portata innovativa dei precedenti lavori. In particolare, VERNON SMITH (2010) indica che i risultati della razionalità limitata dell'essere umano devono far propendere proprio per la insuperabilità di un sistema economico affidato alla mano invisibile del mercato. DANIEL KAHNEMAN (2012), invece, nelle sue riflessioni sulla struttura decisionale dell'uomo in condizioni di incertezza, indica che le strategie decisionali non razionali che caratterizzano l'agire umano sarebbero tipiche di uno solo dei due modi di funzionamento del cervello, quello dettato dalle risposte automatiche dominate dall'emotività (i pensieri *veloci*). In tal caso l'uomo deve considerare che per le scelte, anche in ambito economico, deve e soprattutto può procedere più lentamente diminuendo il ruolo dell'emotività nelle scelte e quindi raggiungere un grado superiore di razionalità (tramite i pensieri *lenti*). Si riaffacciano così il ruolo del libero mercato concorrenziale e la razionalità dell'essere umano, che invece le ricerche precedenti sembravano aver ridimensionato, come strutture tipiche dell'agire umano.

<sup>10</sup> Abbiamo avviato, insieme ad altri colleghi, un gruppo di lavoro sull'argomento; speriamo di riuscire a concludere quanto prima un lavoro che analizzi le tipicità ed i modelli di scelta dei gruppi di agenti economici in tale ambito *gruppale*, nel quale i soggetti siano *clusterizzati* ed individuati con riferimento ad oggetti di attenzione che ne influenzano i comportamenti. *L'economia gruppale*, o *dei gruppi*, pensiamo sia definibile anche come *cluster economics* e, in relazione alla maggiore pubblicità dei dati in ambito

solamente concludere che, se per realizzare un superamento dell'attuale crisi economica potrà essere necessario un coordinamento della produzione tale da distribuire differientemente le risorse esistenti, questo non dovrebbe scoraggiare quanti cercano di trovare soluzioni praticabili alla situazione attuale.

La modalità di realizzazione concreta deve essere discussa ma prima è necessario concordare sulla natura dei problemi da affrontare e quindi sul fatto che la crisi non deriva dalla mancanza di volontà delle imprese, dei consumatori o dello stato. Non mancano le volontà individuali ma le capacità, perché non servono volontà sovrumane ma capacità super-individuali. Per individuarle riteniamo sia fondamentale condividere proprio questa natura del problema come preconditione. Solo in questo modo si potrà ipotizzare di considerare l'impresa come un centro di combinazione dei fattori produttivi separatamente dalla proprietà dei fattori che vi si combinano e quindi impegnarsi per un obiettivo di coordinamento dei fattori produttivi piuttosto che per una inconsapevole gestione individualizzata dei rapporti economici.

A supporto di ciò, dobbiamo considerare che i secoli intercorsi fra gli albori del capitalismo e gli sviluppi attuali hanno già indicato la natura immediatamente super-individuale delle questioni economiche ma anche la necessità di considerare in un orizzonte intertemporale non solamente la gestione d'impresa ma anche quella dell'intervento pubblico. L'evoluzione storica delle condizioni economiche sarà allora oggetto di un prossimo intervento su questo Osservatorio, perché riteniamo che, oltre la natura dell'economia, la sua realizzazione concreta debba essere ulteriormente delineata per evidenziare come i rapporti fra i singoli agenti e la struttura del mercato si siano modificati in seguito alle rivoluzioni industriali e le forme attuali dei sistemi economici indichino, ancora di più, una stretta interazione fra gli agenti e una co-determinazione delle variabili di mercato.

---

finanziario, pensiamo che potrà avere un primo impulso nel settore finanziario, come *cluster finance*, con implicazioni operative anche per i gestori di portafogli di attività finanziarie.



## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- BION W.R., *Esperienze nei gruppi*, Armando Editore, Roma, 1971.
- EINAUDI L., *Il mio piano non è quello di Keynes*, Rubettino, Soveria Mannelli, 2012.
- FISHER I., *Opere I e II*, “I grandi classici dell'economia”, voll.17-18, Milano Finanza Editori, Milano, 2006.
- FRIEDMAN M., *Metodo, consumo e moneta*, Il Mulino, Bologna, 1996.
- HAYEK F.A., *Conoscenza, mercato, pianificazione*, il Mulino, Bologna, 1988.
- KAHNEMAN D., *Mappe di razionalità limitata: indagine sui giudizi e le scelte intuitivi*, Nobel Lecture 2002.
- KAHNEMAN D., TVERSKY A., *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, *Econometrica*, No. 47, 1979, pp. 263-291.
- KAHNEMAN D., *Pensieri lenti e veloci*, Mondadori, Milano, 2012.
- KEYNES J.M., *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino, 1978.
- MISES L.VON, *Socialismo*, Rusconi Libri, Milano, 1989.
- PARETO V., *Corso di economia politica*, “I grandi classici dell'economia”, vol.14, Milano Finanza Editori, Milano, 2006.
- PARETO V., *Manuale di economia politica*, Società Editrice Libreria, Milano, 1919.
- ROBINSON J.V., *Occupazione, distribuzione e crescita*, il Mulino, Bologna, 1991.
- SAMUELSON P.A., *Analisi economica, ottimizzazione, benessere*, il Mulino, Bologna, 1993.
- SERAFINI G., *Intellectual capital value creation and economic theories*, book of proceedings 9th International conference on Knowledge and Management Models for Sustainable Growth (IFKAD 2014), Matera, 11-13 June 2014 (ISBN 978-88-96687-04-8; ISSN 2280-787x).

SMITH A., *La ricchezza delle nazioni*, “I grandi classici dell'economia”, voll. 1-2, Milano Finanza Editori, Milano, 2006.

SMITH V.L., *La razionalità nell'economia*, IBL Libri, Torino, 2010.

TOBIN J., *Moneta, crescita e scelte di portafoglio*, il Mulino, Bologna, 1989.

WALRAS L., *Elementi di economia politica pura*, “I grandi classici dell'economia”, vol.11, Milano Finanza Editori, Milano, 2006.

WICKSELL K., *Interesse monetario e prezzi dei beni*, “I grandi classici dell'economia”, Vol. 15, Milano Finanza Editori, Milano, 2006.

WIESER F., *Opere*, “I grandi classici dell'economia”, Vol. 16, Milano Finanza Editori, Milano, 2006.

## Conclusioni

Questo Osservatorio si contraddistingue per dati contrastanti, da un lato permangono valori non molto dissimili a quelli precedenti, come debito e disoccupazione, dall'altro iniziano a intravedersi alcuni flebili segnali incoraggianti, come una modesta crescita del Pil.

Possiamo dire di trovarci di fronte a una svolta? Probabilmente è ancora troppo presto per affermarlo, ma almeno possiamo dire che qualche lieve miglioramento si sta manifestando.

*Maurizio Mazziero*

### **Stime debito pubblico sino a fine 2015**

I modelli previsionali della Mazziero Research stimano un debito pubblico per il mese di agosto 2015 compreso in una forchetta tra 2.184 e 2.189 miliardi; seppur con un minor grado di confidenza è possibile attendersi un debito intorno a 2.187 miliardi.

Il debito pubblico scenderà ulteriormente nel mese successivo in una zona compresa tra 2.177 e 2.182 miliardi, per poi tornare a salire con picchi che potrebbero ancora superare la soglia di 2.200 miliardi e giungere sino a 2.217 nel caso peggiore.

Secondo le nostre stime 2015 si chiuderà con un debito compreso tra 2.170 e 2.190 miliardi.

### **Stima spesa per interessi a fine 2015**

La spesa per interessi ha raggiunto a fine giugno 2015 la cifra di 36,2 miliardi di euro; i modelli previsionali della Mazziero Research stimano una spesa totale a fine 2015 pari a 71,9 miliardi di euro.

### **Nota per la distribuzione**

Questo studio è libero.

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

### **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.

## 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*  
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*  
Centro Studi Confindustria, *Congiuntura Flash*  
Centro Studi Confindustria, *Scenari economici*  
Fitch, *Fitch Affirms Malta at 'A'; Outlook Stable*, 21 agosto 2015  
Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'CCC'*, 18 agosto 2015  
Fitch, *Fitch Revises Ireland's Outlook to Positive, Affirms at 'A-'*, 7 agosto 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 7 agosto 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA'; Outlook Negative*, 24 luglio 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 10 luglio 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 10 luglio 2015  
Fitch, *Fitch Downgrades Greece to 'CC'*, 30 giugno 2015  
Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 12 giugno 2015  
Fitch, *Fitch Affirms UK at 'AA+'; Outlook Stable*, 12 giugno 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Sweden at 'AAA'; Outlook Stable*, 12 giugno 2015  
Fitch, *Fitch Affirms Estonia at 'A+'; Outlook Stable*, 22 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  
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, *ITALY: Concluding Statement of the 2015 Article IV Mission*, 18 maggio 2015  
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, *Il mercato del lavoro*  
Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*  
Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*  
Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, 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, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro  
 Moody's, *Rating Action: Moody's changes outlook on Ireland's sovereign rating to positive, affirms Baa1 rating*, 11 settembre 2015  
 Moody's, *Moody's affirms Estonia's A1 government bond rating; Outlook stable*, 24 luglio 2015  
 Moody's, *Moody's downgrades Greece's government bond rating to Caa3; on review for further downgrade*, 1 luglio 2015  
 Moody's, *Moody's downgrades Greece's government bond rating to Caa2 from Caa1; outlook negative*, 29 aprile 2015  
 Phastidio.net, *Il Pil del secondo trimestre in controluce*, Mario Seminerio, 2 settembre 2015  
 Standard & Poor's, *Kingdom of Sweden 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 4 settembre 2015  
 Standard & Poor's, *Research Update: European Union Supranational Outlook Revised To Negative; 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed*, 4 agosto 2015  
 Standard & Poor's, *Greece Long-Term Ratings Raised To 'CCC+'; Outlook Stable*, 21 luglio 2015  
 Standard & Poor's, *Belgium Ratings Affirmed At 'AA/A-1+' As Gradual Recovery Supports Fiscal And External Metrics; Outlook Stable*, 17 luglio 2015  
 Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 10 luglio 2015  
 Standard & Poor's, *Outlook On Malta Revised To Positive On Economic Growth And Fiscal Consolidation Prospects; 'BBB+/A-2' Ratings Affirmed*, 10 luglio 2015  
 Standard & Poor's, *Greece Long-Term Ratings Lowered To 'CCC-'; Outlook Negative*, 29 giugno 2015  
 Standard & Poor's, *France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains Negative On Risks To Reform*, 26 giugno 2015  
 Standard & Poor's, *Outlook On Slovenia Revised To Positive On Improving Economic Growth Prospects; Ratings Affirmed At 'A-/A-2'*, 19 giugno 2015  
 Standard & Poor's, *United Kingdom Outlook Revised To Negative; 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed*, 12 giugno 2015  
 Standard & Poor's, *Ratings On Estonia Affirmed At 'AA-/A-1+'; Outlook Stable*, 12 giugno 2015  
 Standard & Poor's, *Greece Long-Term Rating Lowered One Notch To 'CCC'; Outlook Negative*, 10 giugno 2015  
 Standard & Poor's, *Outlook On The Netherlands Revised To Positive On Economic Growth, Budgetary Consolidation; 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed*, 22 maggio 2015  
 Standard & Poor's, *Swiss Confederation 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 22 maggio 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

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

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

# **Quaderno di Ricerca** Anno 5, Numero 3; ISSN 2283-7035

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

## **Italia: economia a metà 2015**

### **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**

*Andrew Lawford*

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

*Gabriele Serafini*

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

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

Vanzago, 16 settembre 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**