

# QUADERNO DI RICERCA

**MAZZIERO RESEARCH**

Copyright ©2016 – Tutti i diritti riservati

## Italia 1 trim 2016 - Pil debito & Co

*Osservatorio trimestrale  
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica  
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno VI - Numero 2

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

## **Estratto / Abstract:**

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

-----

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

## **Sommario**

Introduzione	Pag. 5
I rating	Pag. 6
Il debito pubblico	Pag. 8
<i>Stime debito pubblico sino a dicembre 2016</i>	Pag. 9
<i>Quanti sono 2.229 miliardi?</i>	Pag. 11
<i>Nel 2016 il debito aumenterà, calerà forse il debito/PIL</i>	Pag. 12
<i>Pesano ancora i derivati nel bilancio</i>	Pag. 14
<i>L'insostenibile leggerezza nel prevedere l'avanzo primario</i>	Pag. 16
I contributi per la stabilità	Pag. 17
Le entrate e le uscite	Pag. 18
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 20
<i>Tassi negativi: esclusa la decurtazione del capitale investito in CCT</i>	Pag. 21
<i>Stima spesa per interessi a fine 2016</i>	Pag. 22
<i>Osservatorio Quantitative Easing</i>	Pag. 24
<i>Quanto rende investire in Bot</i>	Pag. 25
<i>I titoli di Stato detenuti dalle banche sono a rischio zero?</i>	Pag. 28
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 29
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 30
<i>Indice di Fiducia sugli Investimenti in Innovazione Tecnologica</i>	Pag. 34
L'inflazione	Pag. 35
La disoccupazione	Pag. 37
<i>Un po' di cautela sui benefici del Jobs Act</i>	Pag. 40
<i>Italia al lavoro: un paese a tre velocità</i>	Pag. 42
Approfondimenti	Pag. 43
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 43
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 47
Conclusioni	Pag. 56
Bibliografia	Pag. 57

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

**Per l'Osservatorio:**  
**Per gli Approfondimenti:**

Maurizio Mazziero  
Andrew Lawford  
Gabriele Serafini

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

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

*Se torturi i numeri abbastanza a lungo,  
confesseranno qualsiasi cosa.  
Gregg Easterbrook*

## Introduzione

La XXII edizione del Quaderno di Ricerca Mazziere Research si presenta rinnovata nella grafica, grande spazio a tabelle e grafici, commenti essenziali e un aumento dei riquadri di approfondimento. Lo sforzo è quello di rendere sempre più modulare la Rivista scientifica e consentire un rapido reperimento dei temi di interesse, facilitando la loro consultazione.

Dal punto di vista editoriale l'Osservatorio conserva due parti: quella di elaborazione ed analisi dei principali dati macroeconomici italiani e quella degli articoli scientifici compresi nelle tre aree di riferimento della Rivista: economico/storica; economico/aziendale; economico/matematica.

Per assicurare l'elevata qualità dei contenuti, tutti gli articoli pubblicati vengono sottoposti a un processo di *peer review* eseguita da docenti ed esperti delle materie scientifiche cui afferiscono.

Trimestre dopo trimestre il nostro impegno è rivolto a fornire uno strumento utile, ricco di dati non sempre facilmente reperibili, con commenti per migliorare la comprensione. Il Quaderno di Ricerca si rivolge a tutti i Cittadini che desiderano informarsi sui dati del nostro Paese, alle Imprese e agli Uffici Studi, alle Istituzioni e alla Comunità Scientifica a cui riserva un autorevole spazio di pubblicazione.

*Maurizio Mazziere*

## I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Stabile	AA+	Stabile	Aaa	Negativo	AA+	Stabile
Belgio	AA	Stabile	AA	Negativo	Aa3	Stabile	A+	Stabile
Cipro	BB-	Positivo	B+	Positivo	B1	Stabile	NA	NA
Croazia	BB+	Negativo	BB	Negativo	Ba1	Negativo	BB+	Negativo
Danimarca	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Estonia	AA-	Stabile	A+	Stabile	A1	Stabile	A	Stabile
Finlandia	AA+	Negativo	AA+	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Francia	AA	Negativo	AA	Stabile	Aa2	Stabile	A	Stabile
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Grecia	B-	Stabile	CCC	In osservazione	Caa3	Stabile	CC	Stabile
Irlanda	A+	Stabile	A	Stabile	Baa1	Positivo	BBB	Stabile
Italia	BBB-	Stabile	BBB+	Stabile	Baa2	Stabile	BBB-	Negativo
Lettonia	BBB+	Positivo	A-	Stabile	A3	Stabile	BBB-	Stabile
Lussemburgo	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Malta	BBB+	Positivo	A	Stabile	A3	Negativo	A-	Stabile
Norvegia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Olanda	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Portogallo	BB+	Stabile	BB+	Stabile	Ba1	Stabile	BB	Stabile
Regno Unito	AAA	Negativo	AA+	Stabile	Aa1	Negativo	A+	Stabile
Slovacchia	A+	Stabile	A+	Stabile	A2	Stabile	NA	NA
Slovenia	A-	Positivo	BBB+	Positivo	Ba1	Stabile	NA	NA
Spagna	BBB+	Stabile	BBB+	Stabile	Baa2	Stabile	BBB+	Stabile
Stati Uniti	AA+	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	A-	Stabile
Svezia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile

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

## I fatti

- 8 gennaio 2016, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 8 gennaio 2016, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 8 gennaio 2016, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 8 gennaio 2016, Fitch conferma Malta ad A, con outlook stabile.
- 15 gennaio 2016, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 22 gennaio 2016, S&P promuove la Grecia a B-, con outlook stabile.
- 22 gennaio 2016, Fitch conferma il Belgio ad AA, con outlook negativo.
- 29 gennaio 2016, S&P conferma la Slovacchia a A+, con outlook stabile.
- 29 gennaio 2016, Fitch conferma la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 29 gennaio 2016, Fitch conferma la Croazia a BB, con outlook negativo.
- 5 febbraio 2016, Fitch promuove l'Irlanda ad A, con outlook stabile.
- 5 febbraio 2016, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 19 febbraio 2016, Moody's rivede l'outlook della Spagna da positivo a stabile.
- 4 marzo 2016, Fitch rivede l'outlook del Portogallo a stabile.
- 4 marzo 2016, S&P conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 11 marzo 2016, Fitch declassa la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 11 marzo 2016, Fitch conferma la Grecia a CCC, con outlook in osservazione.
- 18 marzo 2016, Dbrs conferma l'Italia ad A (low) con trend stabile.
- 18 marzo 2016, Fitch conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 18 marzo 2016, S&P conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 18 marzo 2016, S&P conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 18 marzo 2016, S&P conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 18 marzo 2016, S&P conferma la Finlandia ad AA+, con outlook negativo.
- 18 marzo 2016, S&P conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 18 marzo 2016, S&P conferma il Portogallo a BB+, 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*

- 1 aprile 2016, S&P conferma la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 1 aprile 2016, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 8 aprile 2016, Fitch conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 15 aprile 2016, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 15 aprile 2016, Fitch conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 22 aprile 2016, Fitch conferma l'Italia a BBB+, con outlook stabile.
- 22 aprile 2016, Fitch conferma Cipro a B+, con outlook positivo.
- 22 aprile 2016, S&P conferma la Francia ad AA, con outlook negativo.
- 22 aprile 2016, S&P conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 29 aprile 2016, S&P conferma il Regno Unito ad AAA, con outlook negativo.
- 6 maggio 2016, Fitch conferma la Lettonia ad A-, con outlook stabile.
- 6 maggio 2016, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 13 maggio 2016, S&P conferma l'Italia a BBB-, con outlook stabile.

## **Il commento**

Da diverso tempo ormai il merito di credito italiano resta stabile, con Standard & Poors' e Dagong le più severe (BBB-) e Fitch la più generosa (BBB+).

Proprio per Fitch la principale nota dolente è rappresentata da quei 200 miliardi di sofferenze bancarie e dalle ricadute che vi potrebbero essere nella risoluzione. Nota positiva, invece, il basso grado di indebitamento del settore privato; evidentemente Fitch è convinta che: se non si sapesse come far fronte agli impegni pubblici, la fonte dove attingere sarebbero le tasche dei cittadini.

Standard & Poors' sottolinea invece l'ennesimo spostamento in avanti degli obiettivi nella traiettoria di consolidamento dei conti pubblici.

## Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2015		2016	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
<b>Gennaio</b>	2.166.858	30.956	2.191.499	21.644
<b>Febbraio</b>	2.170.192	3.334	2.214.858	23.359
<b>Marzo</b>	2.185.484	15.292	2.228.748	13.890
<b>Aprile</b>	2.195.805	10.321		
<b>Maggio</b>	2.219.231	23.426		
<b>Giugno</b>	2.204.635	-14.596		
<b>Luglio</b>	2.200.159	-4.476		
<b>Agosto</b>	2.184.671	-15.488		
<b>Settembre</b>	2.191.659	6.988		
<b>Ottobre</b>	2.211.780	20.121		
<b>Novembre</b>	2.211.882	102		
<b>Dicembre</b>	2.169.855	-42.027		
<b>Incremento</b>		<b>33.953</b>		<b>58.893</b>

*Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2015 a marzo 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### I fatti

- Debito a marzo 2016: 2.229 miliardi; nuovo record storico.
- L'incremento del debito nel 2016 è di 59 miliardi, nello stesso periodo del 2015 era stato di 50 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base alla popolazione residente all'1 gennaio 2016, è di 40.085 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 928 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 71,4%, oltre il doppio rispetto all'inflazione che è stata del 32,7%.

### Il commento

Nuovo record storico del debito pubblico italiano, che raggiunge a marzo i 2.229 miliardi (si veda la **Tabella 3**); continuerà a crescere, seppur a ritmo più modesto il mese prossimo e poi ancora a maggio quando raggiungerà un picco da cui dovrebbe poi iniziare la discesa per alcuni mesi, si veda la **Figura 1**.



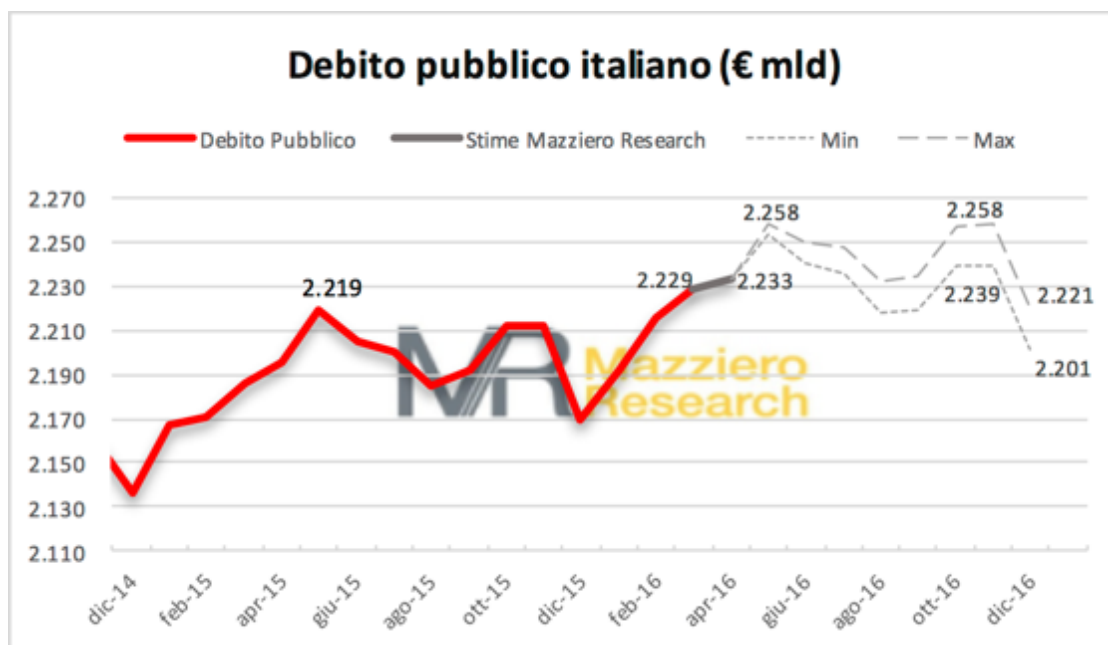


Figura 1: Andamento debito pubblico a marzo 2016 e stima valori a dicembre 2016 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

Secondo le stime Mazziere Research, **nemmeno quest'anno si avrà la tanto auspicata inversione di rotta del debito** in quanto termineremo il 2016 a un livello ben superiore a quello dell'anno scorso.

D'altra parte non potrebbe essere altrimenti, dato che il nostro Governo è impegnato a chiedere a Bruxelles maggiori flessibilità sulle regole di bilancio, il che tradotto significa maggiore possibilità di sfiorare con il debito.

L'annunciata riduzione del debito, in realtà, non sarà in termini assoluti ma in termini percentuali rispetto al PIL (si veda il **Riquadro 3**), confidando naturalmente in una buona crescita del PIL, che il Governo stima nell'1,2%.

La **Tabella 5** tratta dal Documento di Economia e Finanza, presentato dal Governo, rende evidente che in termini monetari il debito salirà non solo nel 2016, ma anche nel 2017 e nel 2018 (freccie rosse verso l'alto), mentre diminuirà lievemente solo a partire del 2019 (freccia blu verso il basso).

## Riquadro 1

### Stime debito pubblico sino a dicembre 2016

I modelli previsionali della Mazziere Research indicano un lieve aumento del debito pubblico per il mese di aprile 2016 a 2.233 miliardi (stima con un intervallo di confidenza al 95% compreso tra 2.227 e 2.235 miliardi, il dato ufficiale verrà pubblicato il 15 giugno 2016).

Continuerà a salire sino a maggio quando segnerà un nuovo massimo storico tra 2.250 e 2.258 miliardi, mentre si porterà a fine anno verso un valore compreso tra 2.201 e 2.221 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>	1.851.213	89.984	5,11%	1,60%
<b>Anno 2011</b>	1.907.479	56.266	3,04%	2,90%
<b>Anno 2012</b>	1.989.421	81.942	4,30%	3,30%
<b>Anno 2013</b>	2.069.692	80.271	4,03%	1,30%
<b>Anno 2014</b>	2.135.902	66.210	3,20%	0,20%
<b>Anno 2015</b>	2.169.855	33.953	1,59%	0,10%
<b>1 Trim 2016</b>	2.228.748	58.893	2,71%	
<b>Incremento</b>		<b>928.407</b>	<b>71,40%</b>	<b>32,70%</b>

Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 1 Trim 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Dal punto di vista percentuale rispetto al PIL invece il debito dovrebbe ridursi già a partire da quest'anno dal 132,4 al 130,9, purché il PIL non riservi brutte sorprese, come la crescita inferiore alle attese avutasi nel 2015.

È ovvio che la sostenibilità dell'indebitamento non è data dal suo valore in termini assoluti, ma dalla massa dei titoli mediamente in scadenza ogni anno rapportata alla ricchezza prodotta annualmente da uno stato, occorre tuttavia tenere presente che l'Italia proprio in virtù dell'elevato debito e della crescita anemica risulta molto più a rischio qualora qualcosa non vada secondo le previsioni.

**TABELLA III.9 DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE PER SOTTOSETTORE (1)**  
(In milioni di euro e in percentuale del PIL)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Livello al netto dei sostegni finanziari Area Euro (2)						
Amministrazioni pubbliche	2.075.686	2.113.172	2.155.558	2.184.250	2.200.874	2.197.585
in % PIL	128,8	129,1	129,0	127,5	124,7	120,6
Amministrazioni centrali (3)	1.988.203	2.030.047	2.075.661	2.107.610	2.127.533	2.127.754
Amministrazioni locali (3)	140.073	139.910	136.681	133.424	130.125	126.615
Enti di Previdenza e Assistenza (3)	213	117	117	117	117	117
Livello al lordo dei sostegni finanziari Area Euro (2)						
Amministrazioni pubbliche	2.136.015	2.171.403	2.213.790	2.242.481	2.259.106	2.255.817
in % PIL	132,5	132,7	132,4	130,9	128,0	123,8
Amministrazioni centrali (3)	2.048.532	2.088.278	2.133.893	2.165.841	2.185.765	2.185.986
Amministrazioni locali (3)	140.073	139.910	136.681	133.424	130.125	126.615
Enti di previdenza e assistenza (3)	213	117	117	117	117	117

Tabella 5: Previsioni di indebitamento sino al 2019  
(Fonte: Documento di Economia e Finanza 2016 – Sezione I)

*Quanti sono 2.229 miliardi?*

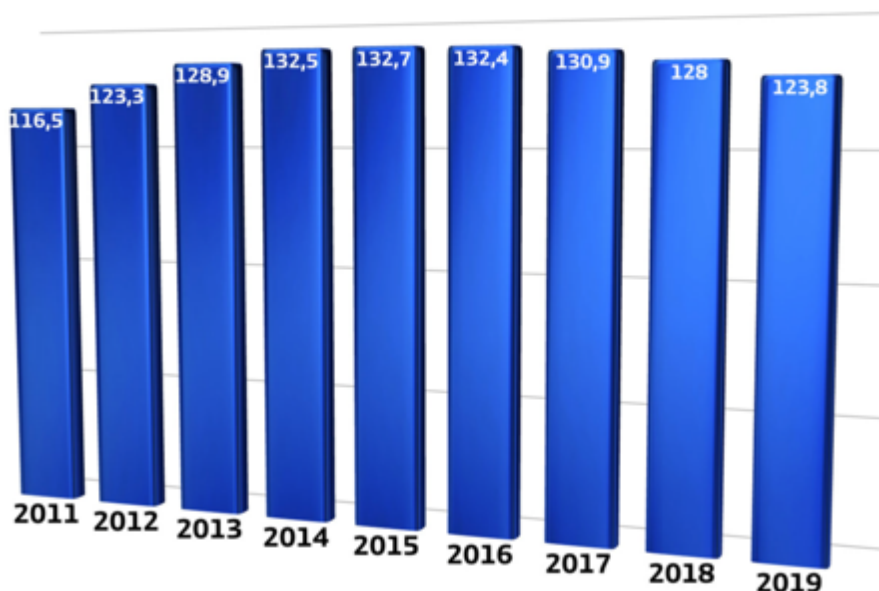


Allineando banconote da 50 euro una dietro l'altra si coprirebbero 10.600 volte la distanza Milano-Roma

Un FrecciaRossa dovrebbe viaggiare oltre 3 anni e mezzo, 24 ore su 24, per coprire la medesima distanza.

*Nel 2016 il debito aumenterà, calerà forse il debito/PIL*

## DEBITO / PIL



*Figura 2: Dinamica dell'andamento del rapporto debito/PIL  
(Fonte: MEF slide di presentazione del DEF 2016)*

Più volte il Ministro dell'Economia e delle Finanze Padoan in questi primi mesi del 2016 ha sottolineato come il 2016 avrebbe rappresentato un anno di svolta con un calo del debito.

La **Figura 2** mostra un grafico ricavato dalle slide di presentazione del DEF (Documento di Economia e Finanza) con l'andamento del rapporto debito/PIL dal 2011 ad oggi e le stime sino al 2019.

Effettivamente si può notare un calo del rapporto debito/PIL nel 2016, che dal 132,7% precedente passerebbe al 132,4%; occorre tuttavia rimarcare che ciò non corrisponde a un reale calo del debito, che invece continuerà ad aumentare, ma al suo valore confrontato al PIL, ammesso che il PIL quest'anno salga non troppo al di sotto della previsione dell'1,2%.

Il fatto che il debito nel 2016 comunque aumenterà lo si riscontra sia dalle nostre stime della **Figura 1** sia dalle **Tabelle 5 e 6** pubblicate nel DEF.

Ne consegue che il debito in termini assoluti non scenderà dal 2016, come lasciato intendere dal Ministro, ma **continuerà a salire sino al 2019**, quando si dovrebbe assistere a una reale diminuzione. Occorre altresì tenere presente che tutto ciò accadrà se:

1. Il saldo primario non sarà inferiore alle previsioni (si veda a tal proposito anche il **Riquadro 3 bis**);
2. La spesa per interessi non dovesse aumentare a causa di shock sul mercato finanziario o della semplice risalita dei rendimenti richiesti dal mercato.

La **Tabella 6** ci consente di aggiungere anche altre considerazioni sulla struttura del bilancio statale; a tal proposito, per facilitarne la lettura, sono state riquadrate di rosso alcune voci.

*Segue alla pagina successiva*

**TABELLA II.2-1 CONTO ECONOMICO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (IN MILIONI DI EURO)**

	Cons.	Previsione			
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>SPESE</b>					
Redditi da lavoro dipendente	161.746	163.942	162.692	162.321	162.656
Consumi intermedi	133.025	131.730	132.989	132.997	136.733
<b>Prestazioni sociali</b>	<b>332.985</b>	<b>339.960</b>	<b>345.280</b>	<b>353.780</b>	<b>361.960</b>
Pensioni	258.804	261.650	264.920	272.230	279.370
Altre prestazioni sociali	74.181	78.310	80.360	81.550	82.590
Altre spese correnti	63.488	65.795	63.588	63.228	63.987
<b>Totale spese correnti netto interessi</b>	<b>691.244</b>	<b>701.426</b>	<b>704.549</b>	<b>712.326</b>	<b>725.336</b>
Interessi passivi	68.440	66.911	65.186	64.075	64.002
<b>Totale spese correnti</b>	<b>759.684</b>	<b>768.337</b>	<b>769.735</b>	<b>776.401</b>	<b>789.338</b>
Di cui: Spesa Sanitaria	112.408	113.376	114.789	116.170	118.505
Investimenti fissi lordi	37.256	38.014	38.633	39.780	40.622
Contributi agli investimenti	15.684	14.458	14.226	14.668	14.334
Altre spese in c/capitale	13.805	7.903	7.468	6.926	4.618
<b>Totale spese in conto capitale</b>	<b>66.745</b>	<b>60.375</b>	<b>60.327</b>	<b>61.374</b>	<b>59.574</b>
<b>Totale Spese</b>	<b>826.429</b>	<b>828.712</b>	<b>830.062</b>	<b>837.775</b>	<b>848.912</b>
<b>ENTRATE</b>					
<b>Tributarie</b>	<b>492.754</b>	<b>495.196</b>	<b>510.241</b>	<b>525.259</b>	<b>537.714</b>
Imposte dirette	242.356	245.699	244.778	248.480	254.221
Imposte indirette	249.324	245.333	264.691	275.999	282.704
Imposte in c/capitale	1.074	4.164	772	780	789
<b>Contributi sociali</b>	<b>218.535</b>	<b>219.456</b>	<b>222.319</b>	<b>231.726</b>	<b>241.703</b>
Contributi sociali effettivi	214.660	215.501	218.315	227.659	237.565
Contributi sociali figurativi	3.875	3.955	4.004	4.067	4.138
Altre entrate correnti	68.471	69.832	68.772	70.195	71.582
<b>Totale entrate correnti</b>	<b>778.686</b>	<b>780.320</b>	<b>800.560</b>	<b>826.400</b>	<b>850.210</b>
Altre entrate in c/capitale	4.281	4.947	4.145	4.761	4.782
<b>Totale entrate</b>	<b>784.041</b>	<b>789.431</b>	<b>805.477</b>	<b>831.941</b>	<b>855.781</b>
Pressione fiscale	43,5	42,8	42,7	42,9	42,9
<b>Saldo primario</b>	<b>26.052</b>	<b>27.630</b>	<b>40.601</b>	<b>58.241</b>	<b>70.871</b>
Saldo corrente	19.002	11.983	30.825	49.999	60.872
<b>Indebitamento netto</b>	<b>-42.388</b>	<b>-39.281</b>	<b>-24.585</b>	<b>-5.834</b>	<b>6.869</b>
Indebitamento /PIL	-2,6	-2,3	-1,4	-0,3	0,4
<b>PIL nominale</b>	<b>1.636.372</b>	<b>1.671.584</b>	<b>1.715.832</b>	<b>1.764.755</b>	<b>1.818.439</b>

Tabella 6: Conto economico delle Pubbliche Amministrazioni  
 (Fonte: Documento di Economia e Finanza 2016 – Sezione II)

Osservando la dinamica tra il 2015 e le previsioni al 2019 si evince che:

1. Le entrate derivanti dai contributi sociali **non sarebbero sufficienti a compensare** le spese in prestazioni sociali, ne consegue che queste prestazioni (pensioni) verrebbero compensate dalla fiscalità generale.
2. La **spesa pubblica continuerebbe ad aumentare**, ma gran parte di questo aumento sarebbe spiegabile con l'aumento derivante dalle prestazioni sociali, stabile la spesa per dipendenti, modesto incremento per quella sanitaria.
3. **Salirebbero di 45 miliardi le entrate tributarie** (imposte dirette e indirette), la pressione fiscale invece misurata in termini di PIL, considerando anche l'economia cosiddetta sommersa, calerebbe dal 43,5% al 42,9%.
4. Gran parte dell'incremento delle entrate tributarie andrebbe ad **aumentare il saldo primario** che passerebbe dai 26 miliardi del 2015 a 71 miliardi del 2019.

*Pesano ancora i derivati nel bilancio***Tab. A2.1.1** – Effetti sul debito generati dai derivati nel periodo 2011-15  
(milioni di euro)

	2011	2012	2013	2014	2015
a) Flussi di cassa registrati nell'acquisizione netta di attività finanziarie	2.193	3.876	2.714	3.621	3.190
b) Altri effetti di aggiustamento del debito: passività nette (-) in strumenti finanziari derivati	221	1.689	800	1.829	3.562
<b>Totale effetti negativi sul debito</b>	<b>2.414</b>	<b>5.565</b>	<b>3.514</b>	<b>5.450</b>	<b>6.753</b>

Fonte: Istat (2015 e 2016), "Notifiche dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni pubbliche", 21 aprile.

*Tabella 7: Effetti negativi dei derivati  
(Fonte: Ufficio Parlamentare di Bilancio)*

L'Italia resta il Paese dell'Eurozona che presenta il **peggior danno dall'utilizzo dei derivati** nella gestione del debito pubblico (avevamo già affrontato questo tema negli Osservatori di fine 2014 e del 1 trimestre del 2015), a differenza di Olanda e Belgio che ne traggono beneficio.

Nel 2015 l'Italia con i derivati ha perso 6,8 miliardi, annullando di fatto ogni beneficio derivante dall'abbassamento degli interessi sui titoli di Stato; dal 2011 ad oggi il nostro Paese ha **perso 23,7 miliardi in derivati**, tanto quanto una manovra finanziaria.

Secondo la Reuters vi sarebbero 13 derivati con clausole di chiusura anticipata. Una di queste cade nel 2016 e, se fosse esercitata, costringerebbe il Tesoro a versare quasi un miliardo alla banca controparte.

*Estratto dall'Audizione della Corte dei conti sul Documento di economia e finanza 2016, 18 aprile 2016*

Letti congiuntamente, i dati del quadro macroeconomico e l'evoluzione tendenziale dei conti pubblici offrono uno scenario ancora incerto. I primi, se confermano il superamento della più lunga recessione mai registrata dall'economia italiana, risentono ancora di una debolezza del quadro interno (soprattutto negli investimenti) che si alimenta anche delle crescenti criticità internazionali.

Il quadro di finanza pubblica, rivisto nelle sue componenti a seguito dei dati di consuntivo dello scorso anno e aggiornato sulla base delle nuove previsioni economiche, presenta margini di incertezza su diverse componenti della spesa ed è fortemente legato alle favorevoli ipotesi sul fronte dei tassi di interesse. Per le entrate, la tenuta dipende da una previsione di crescita del prodotto e da una dinamica occupazionale sempre collocate sul margine più favorevole dei panel previsivi.

In questo quadro il Governo prevede di ritagliare comunque spazi di manovra definendo anche per il prossimo triennio, un andamento programmatico dei saldi peggiorativo rispetto al dato tendenziale.

*N.B. Sottolineature a cura del redattore*

## Riquadro 6

*Estratto dall'Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini, 18 aprile 2016*

L'eredità della crisi per le finanze pubbliche è pesante. Dal 2007 a oggi il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è aumentato di un terzo.

L'incremento del debito ha riflesso soprattutto la stagnazione del prodotto nominale. Se dall'inizio della crisi il prodotto reale fosse cresciuto in linea con il decennio precedente e il deflatore in linea con l'obiettivo di inflazione dell'area dell'euro, per un puro effetto meccanico il peso del debito sarebbe oggi di solo tre punti – anziché 33 – superiore a quello del 2007.

Questo conferma che l'azione sui conti pubblici è inscindibile da una politica economica orientata a creare le condizioni per una crescita robusta e duratura. Le misure strutturali già adottate dal Governo e dal Parlamento stanno cominciando a dare effetti, percepiti anche dall'opinione pubblica internazionale; per consolidarli, bisognerà proseguire sulla strada intrapresa.

La disattivazione delle clausole di salvaguardia è tutto sommato condivisibile, dato l'effetto recessivo che esse potrebbero avere in una fase di ripresa ancora debole. L'esperienza di questi anni però mi pare abbia mostrato che tali clausole, che non rappresentano un commitment (*impegno, ndr.*) assoluto perché possono sempre essere revocate, non sono uno strumento efficace per rafforzare la credibilità del risanamento delle finanze pubbliche; se ripetutamente disattese – come di fatto è accaduto – possono accrescere l'incertezza. Non vi è alternativa a interventi rigorosi ed efficaci sulle entrate e sulle spese.

Gli effetti della crisi sulle finanze pubbliche ci insegnano anche che un paese con un alto debito pubblico è esposto a rischi elevati in caso di shock avversi all'economia. La riduzione del debito rispetto ai livelli attuali è dunque un obiettivo strategico da perseguire con costanza, per confermare e rafforzare la credibilità della politica di bilancio del Paese agli occhi degli investitori, delle istituzioni e dei partner europei.

Il DEF ha definito chiaramente l'inversione della dinamica del debito rispetto al prodotto come "obiettivo strategico del Governo". È un fatto positivo e importante che, nonostante il peggioramento delle proiezioni di crescita, sia stato confermato l'obiettivo di avviare la riduzione del debito a partire da quest'anno.

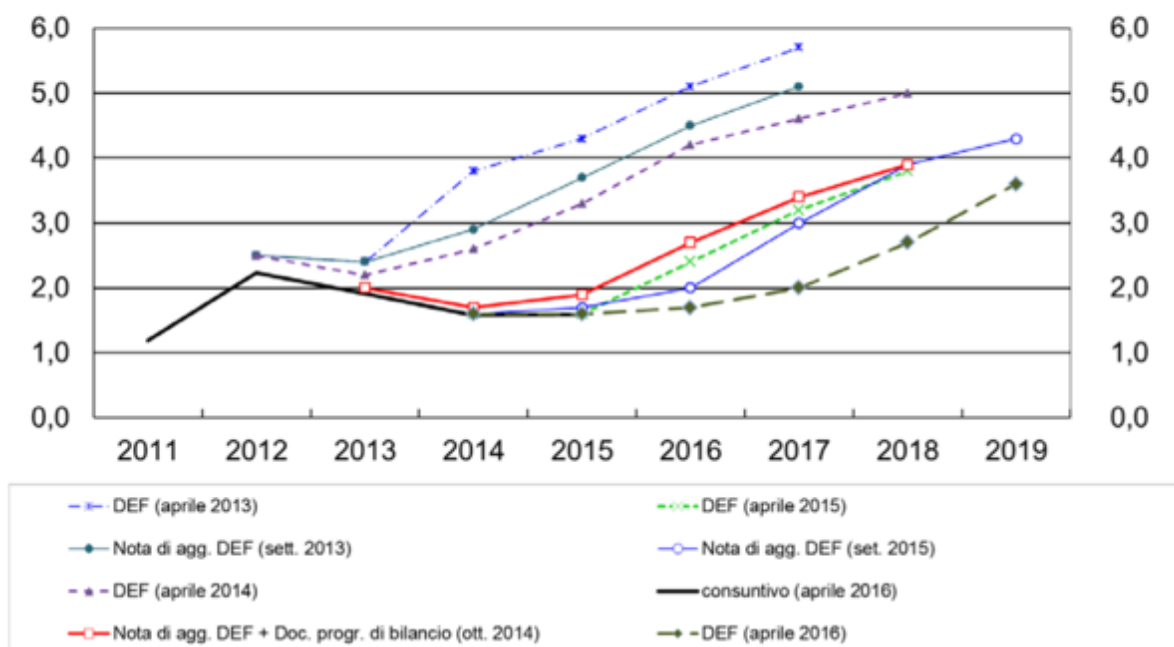
I margini non sono ampi. Nel quadro del DEF, che include un programma ambizioso di privatizzazioni, il tasso minimo di crescita nominale del prodotto che consente al rapporto tra debito e PIL di scendere nel 2016 è circa il 2 per cento, non molto al di sotto del 2,2 incluso nello scenario programmatico. Per garantire il raggiungimento dell'obiettivo sarà dunque necessario mantenere durante l'anno uno stretto monitoraggio dei conti pubblici, anche in connessione con l'evoluzione del quadro macroeconomico.

Se si vuole mantenere e consolidare la fiducia dei mercati, è importante conseguire nel corso del tempo una riduzione del debito chiara, visibile e progressiva; e allo stesso tempo completare il programma di riforme credibilmente avviato, a sostegno delle prospettive di sviluppo dell'economia.

*N.B. Sottolineature a cura del redattore*

## L'insostenibile leggerezza nel prevedere l'avanzo primario

**Avanzo primario: obiettivi e consuntivo**  
(in percentuale del PIL)



*Figura 3: Avanzo primario: obiettivi e consuntivo*  
(Fonte: Banca d'Italia, audizione preliminare DEF 2016)

Il grafico della **Figura 3** ci mostra l'evoluzione dell'avanzo primario in base agli obiettivi posti dai vari DEF dal 2013 ad oggi e ciò che effettivamente è stato realizzato. Ricordiamo che per saldo primario si intende la differenza fra entrate e uscite statali al netto della spesa per interessi. Dal 2010 ad oggi il saldo primario italiano è sempre stato positivo, mostrando pertanto un avanzo che tuttavia si è sempre tradotto in un deficit statale una volta contabilizzata l'ingente spesa per interessi derivante dall'enorme costo del finanziamento del debito pubblico. Da qui l'importanza nei programmi di governo di aumentare l'avanzo primario, obiettivo che può essere raggiunto o aumentando la tassazione o diminuendo la spesa pubblica.

Osservando il grafico la linea nera in basso mostra ciò che realmente è avvenuto all'avanzo primario rispetto al PIL, dal 2015 questa linea diventa tratteggiata indicando come dovrebbe evolversi secondo le linee programmatiche del DEF 2016.

Ma ciò che è grave dal 2013 ad oggi è che tutti i governi che si sono succeduti hanno sempre tracciato degli obiettivi assolutamente fantasiosi e poi non hanno posto in atto le necessarie misure per perseguirli, o meglio l'aumento delle entrate mediante tassazione non si è associato a una riduzione della spesa, ma ancor peggio ha finanziato un ulteriore aumento della spesa.

Se osserviamo la linea blu tratteggiata, più alto delle altre, relativa al DEF 2013 possiamo notare che nel 2015 avremmo dovuto trovarci con un avanzo primario del 4,3% e nel 2017 al 5,7 rispetto al PIL; il reale risultato conseguito è che nel 2015 l'avanzo primario è stato dell'1,6%, le attuali stime programmatiche vedrebbero un 2% nel 2017 e un 3,6% nel 2019. Stando a quanto successo in passato, l'affidabilità di tali stime è pressoché nulla.



## I contributi per la stabilità

(Milioni di Euro)	Prestiti bilaterali	Contributi EFSF	Contributi ESM	Totale Cumul.
<b>Anno 2010</b>	3.909			3.909
<b>Anno 2011</b>	8.498	3.110		11.608
<b>Anno 2012</b>	10.007	26.925	5.732	42.664
<b>Anno 2013</b>	10.008	34.148	11.465	55.621
<b>Anno 2014</b>	10.008	35.990	14.331	60.329
<b>Anno 2015</b>	10.008	33.893	14.331	58.232
<b>Marzo 2016</b>	10.008	33.893	14.331	58.232

*Tabella 8: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino a marzo 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Nella **Tabella 8** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia; la **Tabella 9** riporta invece il dettaglio del sostegno finanziario per anno e per Paese.

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

ANNO	EFSF				Prestiti bilaterali Grecia	Contributo al capitale dell'ESM	TOTALE (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
<b>Totale (per strumento e paese)</b>	<b>25,1</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>33,9</b>	<b>10,0</b>	<b>14,3</b>	<b>58,2</b>

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 9: Sostegno finanziario italiano all'Eurozona suddiviso per Paese  
(Audizione Governatore Banca d'Italia I. Visco al Senato, 21 aprile 2015)*

#### Riquadro 8

**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)	2015			2016		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
<b>Gennaio</b>	34.024	19.487	14.537	35.938	12.177	23.761
<b>Febbraio</b>	28.012	55.006	-26.994	32.763	64.658	-31.895
<b>Marzo</b>	32.569	55.390	-22.821	30.346	31.728	-1.382
<b>Aprile</b>	32.775	47.390	-14.615			
<b>Maggio</b>	33.292	40.020	-6.728			
<b>Giugno</b>	47.288	41.280	6.008			
<b>Luglio</b>	41.199	42.122	-923			
<b>Agosto</b>	35.829	55.359	-19.530			
<b>Settembre</b>	33.010	34.408	-1.398			
<b>Ottobre</b>	36.067	34.956	1.111			
<b>Novembre</b>	37.746	51.370	-13.624			
<b>Dicembre</b>	102.330	104.688	-2.358			
<b>Totale</b>	<b>494.141</b>	<b>581.476</b>	<b>-87.335</b>	<b>99.047</b>	<b>108.563</b>	<b>-9.516</b>

Tabella 10: Andamento entrate e uscite statali dal 2015 a marzo 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Nel 1 trim 2016 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 9,5 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2015 era stato di 35,3 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 1 trim 2016 è stata di 33,0 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 1 trim 2015 è stata di 31,5 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 1 trim 2016 è stata di 36,2 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 1 trim 2015 è stata di 43,3 miliardi.
- Nei primi 3 mesi del 2016 le entrate tributarie ammontano a 92.141 milioni di euro (+3.236 milioni di euro rispetto al 2015, pari a +3,6%). Le imposte dirette si attestano a 51.764 milioni di euro (+1.151 milioni di euro, pari a +2,3%) e le imposte indirette risultano pari a 40.377 milioni di euro +2.085 milioni di euro, pari a +5,4%).

### Il commento

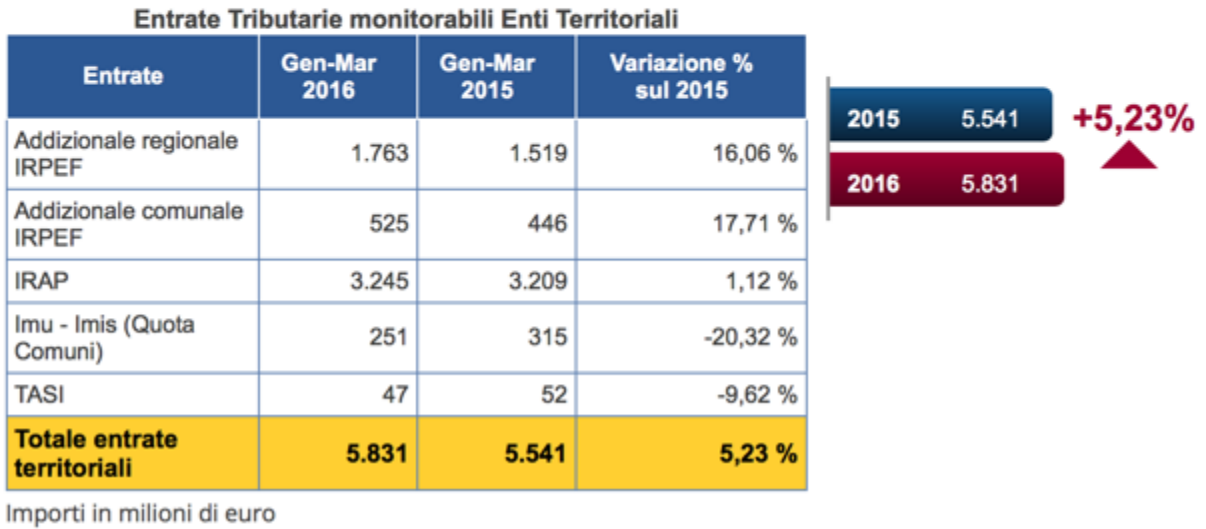
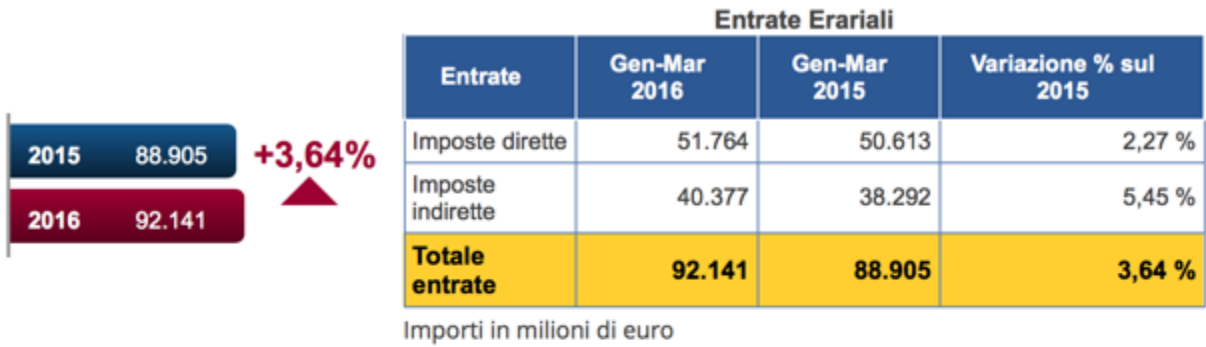
La **Tabella 10** e il riassunto nei **Fatti**, sopra, evidenzia da un lato il forte incremento delle entrate, si vedano anche le **Figure 4 e 5**, e dall'altro un contenimento delle uscite.

Il 2016 sembra evidenziare un cambio di passo nel rapporto fra entrate e uscite, grazie soprattutto all'incremento delle entrate, ma anche a spese nel complesso più contenute rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Si registra altresì un forte aumento dall'IVA di 2.717 milioni e un mancato introito per 1.563 milioni di euro del canone RAI.

Questo aspetto è ben illustrato nella **Tabella 11** dove lo scostamento medio delle entrate tra 2015 e 2016 è maggiore per 1,5 miliardi al mese (maggiori introiti) mentre le uscite risultano inferiori per 7,1 miliardi al mese (minori spese); ne consegue uno sbilancio positivo nel 2016 pari a 8,6 miliardi al mese.

Entrate	Uscite	Differenza
1.481	-7.107	8.587

Tabella 11: Scostamento su media entrate e uscite mensili tra i primi 3 mesi 2015 e 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)



*Figura 4: Entrate erariali e tributarie gen. – mar. 2016  
(Fonte: MEF Sistema Statistico Nazionale)*



*Figura 5: Entrate erariali evoluzione annua nel periodo 2002-2015  
(Fonte: MEF Sistema Statistico Nazionale)*

## Lo stock di Titoli di Stato

(Milioni di Euro)	Titoli di Stato	Vita residua	Interessi passivi	Tasso Medio
Anno 2006	1.256.946	6,77	68.578	5,46%
Anno 2007	1.288.578	6,85	77.126	5,99%
Anno 2008	1.356.207	6,82	81.161	5,98%
Anno 2009	1.446.133	7,07	71.288	4,93%
Anno 2010	1.526.334	7,20	68.836	4,51%
Anno 2011	1.586.741	6,99	76.416	4,82%
Anno 2012	1.638.724	6,62	83.566	5,10%
Anno 2013	1.722.670	6,43	77.568	4,50%
Anno 2014	1.782.233	6,38	74.340	4,17%
Anno 2015	1.814.445	6,52	68.440	3,77%
1 Trim. 2016	1.872.607	6,46	21.005	NA
Aprile 2016	1.877.052	6,55		

*Tabella 12: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad aprile 2016  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

### I fatti

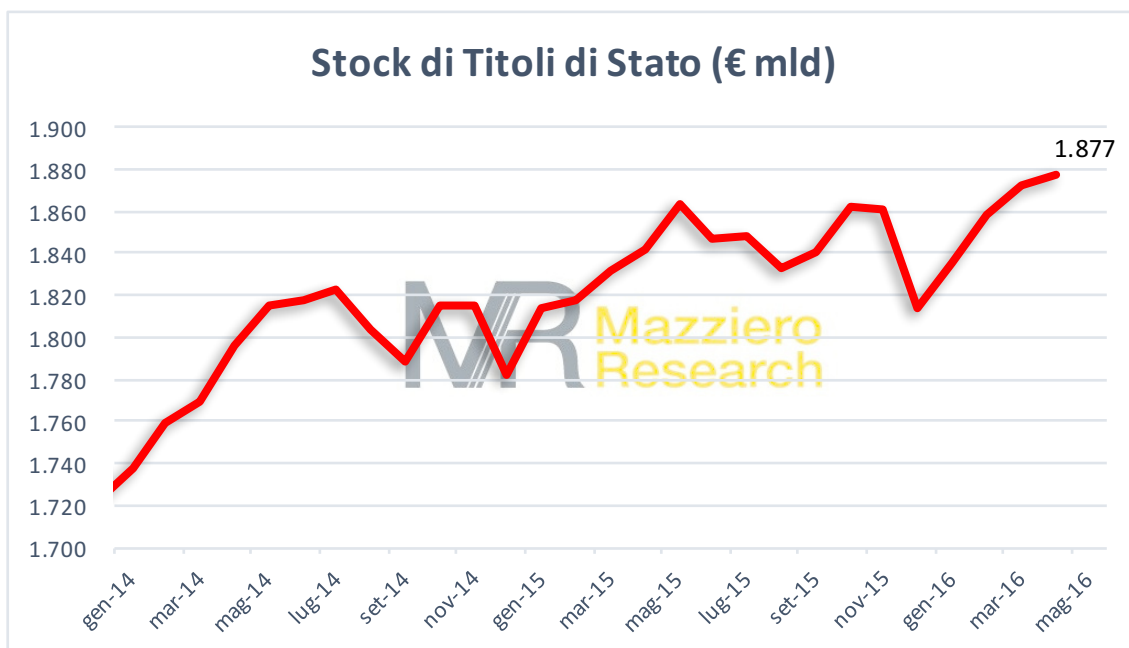
- Circolante titoli di Stato ad aprile 2016 pari a 1.877 miliardi.
- Vita media residua a 6,55 anni, in aumento dai minimi di luglio 2014 a 6,31.
- Spesa per interessi a marzo 2016 pari a 21 miliardi, nel 2015 stesso periodo 20,3.
- Spesa per interessi nel 2015 pari a 68,4 miliardi.
- Dal 2006 a marzo 2016 sono stati pagati 768 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a marzo: BOT -0,08%, BTP 0,87%, CCT 0,54%.

### Il commento

Nuovo massimo storico del circolante di titoli di Stato, ormai giunto a 1.877 miliardi, si veda anche la **Figura 6**, il trend è inequivocabile e continua un percorso in salita seppur con un'inclinazione più moderata.

Nel frattempo i tassi di interesse medi ad aprile hanno continuato a ridursi, con i BOT ormai stabilmente a tassi negativi, i BTP decennali al di sotto dell'1% e i CCT allo 0,5%, si veda la **Figura 8**.

I tassi negativi sui BOT, qualora fossero di entità superiore allo spread, potrebbero portare a cedole negative anche per i CCT; questo aspetto, possibile dal punto di vista regolamentare, avrebbe potuto portare a una decurtazione dell'entità del capitale rimborsato a scadenza. Tale evenienza è stata esclusa, come viene meglio spiegato nel **Riquadro 9**.



*Figura 6: Circolante di Titoli di Stato dal 2014 ad aprile 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*

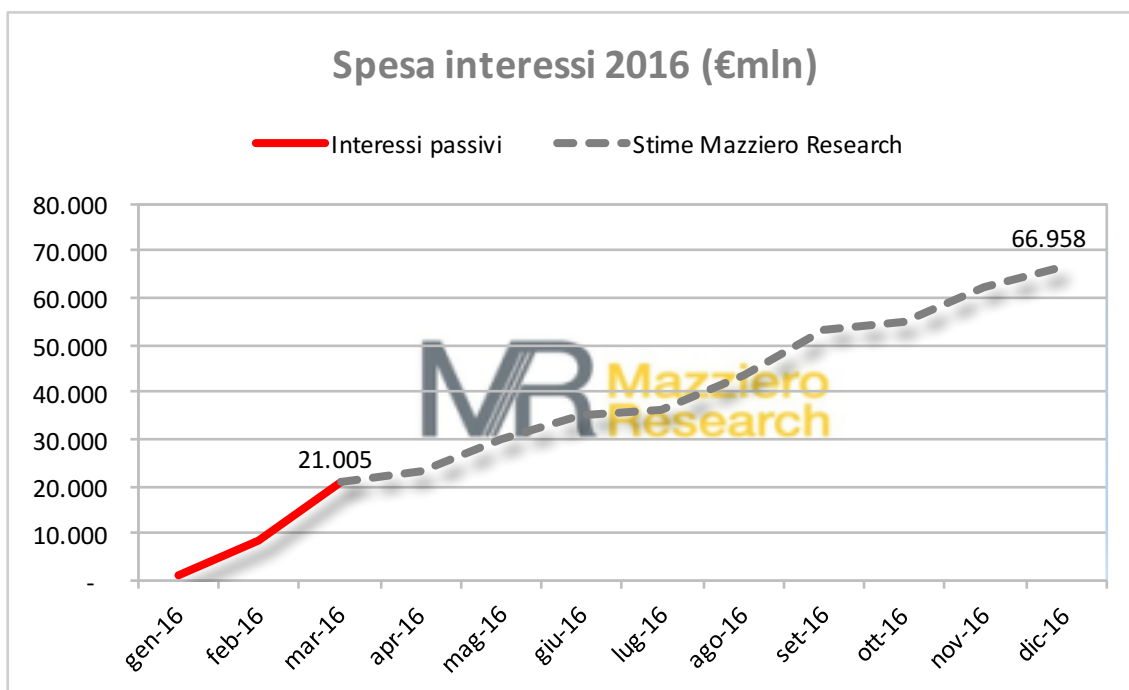
## Riquadro 9

### *Tassi negativi: esclusa la decurtazione del capitale investito in CCT*

Il tasso dei BOT viene preso a parametro per stabilire l'entità della cedola dei titoli di Stato a tasso variabile (CCT e CCTeu). In caso di tasso dei BOT negativo potrebbe quindi scattare una compensazione fra la cedola stabilita a zero e la riduzione del capitale rimborsato a scadenza.

Su questa possibilità è intervenuta la *Circolare Prot. 5619 del MEF: Determinazione delle cedole di CCT e CCTeu in caso di tassi di interesse negativi*, del 21 marzo scorso in base alla quale anche nel caso il parametro di determinazione della cedola (tasso BOT a sei mesi o tasso Euribor a sei mesi) sia negativo al punto tale da erodere totalmente e superare lo spread, la cedola corrisposta viene posta pari a zero, senza che vi siano differenze negative per le cedole successive o per il rimborso del capitale.

La circolare quindi esclude in modo chiaro e inequivocabile che si possa giungere in sede di rimborso a una riduzione del capitale investito in titoli di Stato a cedola variabile, a causa del valore negativo del parametro di indicizzazione.



*Figura 7: Stima spesa per interessi a fine 2016  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

Sempre in tema di interessi la spesa nel primo trimestre è stata di 21 miliardi, addirittura superiore ai 20,3 miliardi del 2015. Poiché gli acquisti di titoli di Stato da parte della Banca Centrale (si veda il **Riquadro 11** Osservatorio Quantitative Easing) iniziarono proprio a marzo 2015, non pare intravedersi, almeno al momento, un forte beneficio in termini di spesa per interessi.

Va pur detto che essendo la vita media dei titoli di Stato di 6,55 anni, si veda la **Figura 9**, difficilmente si vedrà un tangibile progresso fino a che non sarà passata almeno la metà di questo periodo di tempo.

Al contrario, proprio questo tipo di dinamica influenzerà un rialzo futuro dei tassi; è molto probabile che in quel frangente la percezione del deterioramento della spesa per interessi sarà molto inferiore rispetto alla reale portata dell'effetto che si potrà manifestare solo dopo 4-5 anni dall'inizio dell'aumento dei tassi.

In base ai modelli previsionali messi a punto dalla Mazziere Research siamo già in grado di stimare la spesa per interessi a fine 2016 che ammonterebbe a 67 miliardi di euro, si veda a tal proposito la **Figura 7** e il **Riquadro 10**.

#### Riquadro 10

##### *Stima spesa per interessi a fine 2016*

La spesa per interessi ha raggiunto a fine marzo 2016 i 21 miliardi di euro; i modelli previsionali della Mazziere Research stimano una spesa totale a fine 2016 pari a 67 miliardi di euro.

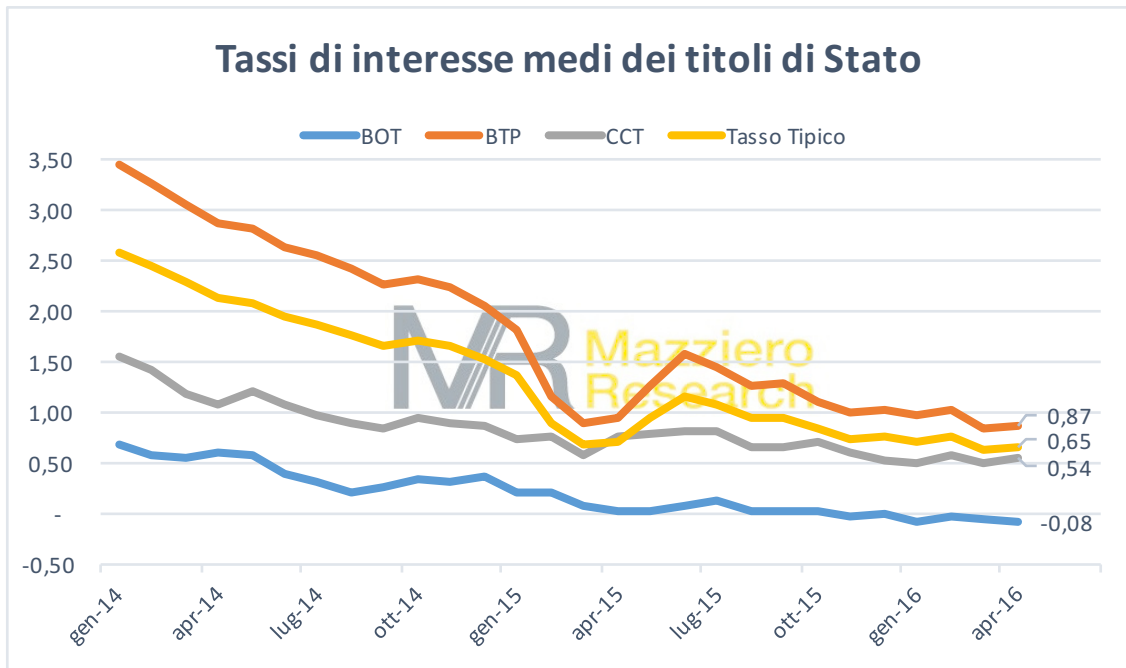


Figura 8: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da gen. 2014 ad aprile 2016 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

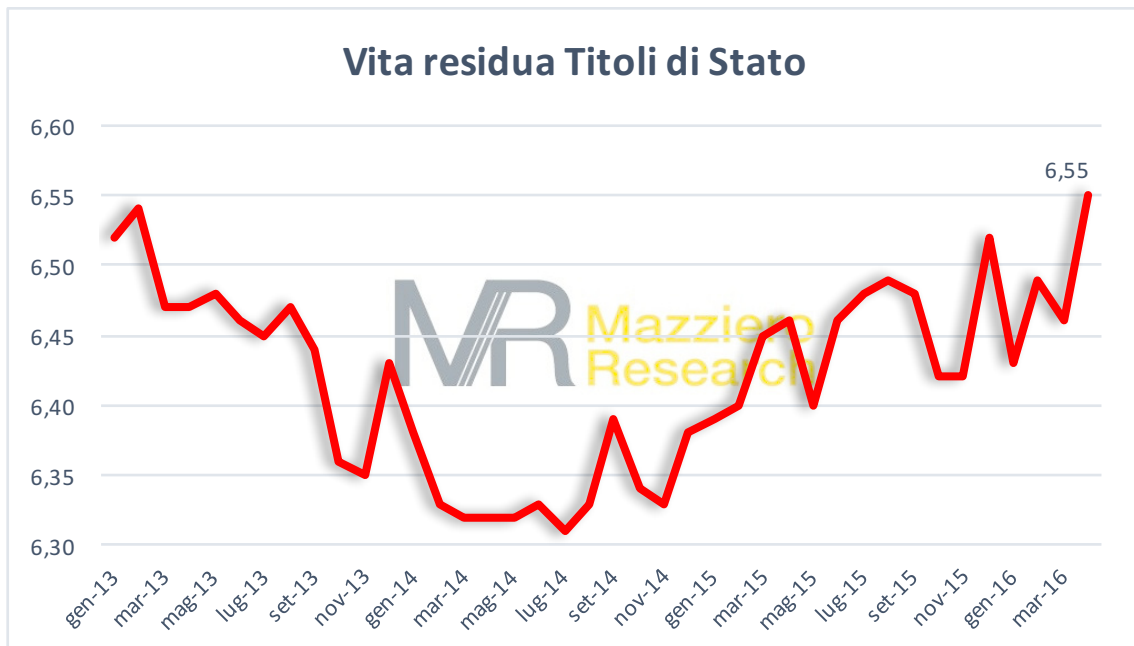


Figura 9: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 ad aprile 2016 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

## Osservatorio Quantitative Easing

### Caratteristiche riassuntive

Acquisto di titoli di Stato dell'Eurozona e di enti sovranazionali, di regioni ed enti locali, oltre ad ABS, Covered e Corporate Bond, i rendimenti verranno reinvestiti in azioni.

Gli acquisti sono di 60 miliardi al mese da marzo 2015 e 80 da aprile 2016, sino a marzo 2017 prorogabili (già esteso il 3 dicembre 2015 dal termine iniziale di settembre 2016).

I titoli acquistati avranno una vita residua tra 2 e 30 anni e, per evitare effetti distorsivi, 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.

Gli acquisti dei Corporate Bond, obbligazioni aziendali, inizieranno a giugno 2016, riguarderanno titoli investment grade (rating minimo BBB-), denominati in euro, con una scadenza residua da sei mesi a 30 anni e potranno arrivare sino al 70% della singola emissione; non è stata fornita alcuna indicazione relativa all'ammontare mensile degli acquisti.

La Bce non potrà acquistare titoli con un rendimento negativo inferiore allo 0,4 per cento fissato dalla stessa Bce come tasso dei depositi (abbassato il 3 dicembre 2015 dallo 0,2% e il 10 marzo 2016 dallo 0,3%).

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, degli 80 miliardi di acquisti mensili, in base alla chiave capitale 14 miliardi saranno diretti ad acquisti di titoli italiani. Tali acquisti si ripartiranno tra Covered Bond e ABS, titoli di istituzioni europee, titoli di Stato e Bond non bancari investment grade.

Nel mese di aprile gli acquisti di titoli di Stato italiani sono stati pari a 13 miliardi.

Complessivamente l'intero programma sino a marzo 2017 porterebbe ad acquisti di titoli di Stato italiani per circa 260 miliardi, una quota pari a circa il 14% dell'intero circolante di titoli di Stato.

### Aggiornamento a fine aprile 2016

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: 117,795 miliardi.
- Durata media finanziaria: 9,36 anni.
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 732,808 miliardi.



### Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 13** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse dell'asta dell'11 maggio calcolato dalla Banca d'Italia pari al -0,140%.

Elenco costi	Rendimento BOT Annuale	-0,1400%
Ritenuta fiscale	0,0000%	
Bollo conto titoli	0,2000%	
Commissione bancaria	0,1500%	
Decurtazione da inflazione	0,0000%	
	Costi	0,3500%
	Rendimento netto	-0,4900%

*Tabella 13: Calcolo rendimento netto di un investitore in Bot  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

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

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

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

$$r \times (1 - 0,125) \times i = r \times 87,5\% \times i$$

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

Occorre precisare che, con un valore medio dell'inflazione pari al -0,5%, questo valore è attualmente trascurabile, ma potrebbe ampliarsi nel caso di una crescita inflativa.

Inoltre la ritenuta fiscale è nulla dato che il rendimento all'emissione è negativo.

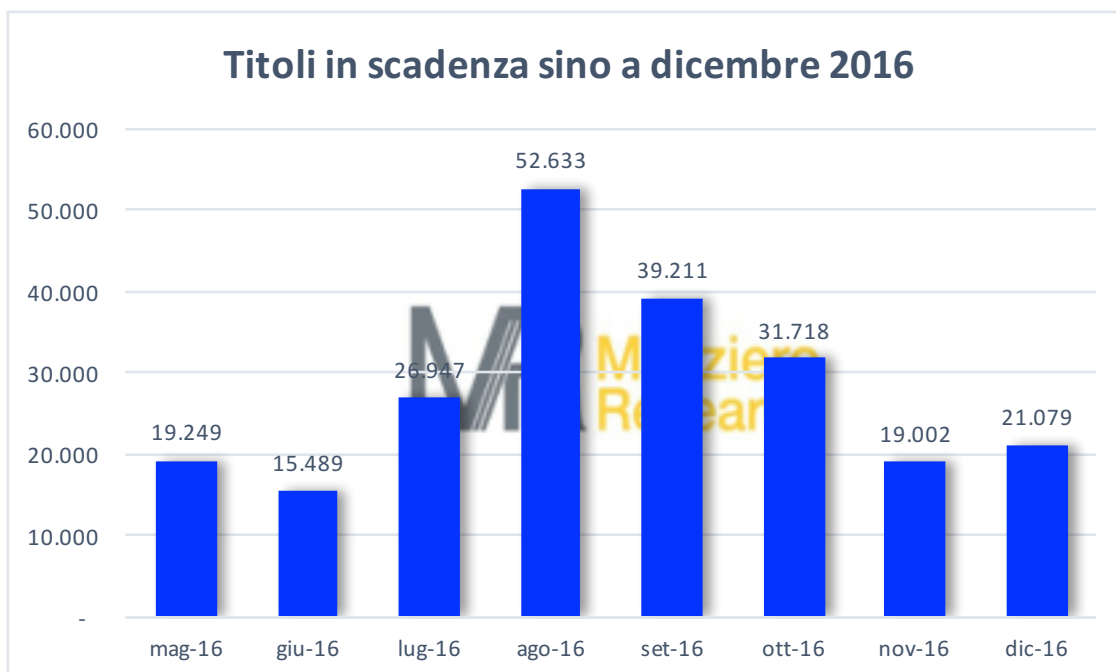
Dal 19 gennaio 2015 la commissione bancaria massima è 0,05% per il Bot trimestrale, 0,10% per quello semestrale e 0,15% per quello annuale; nel caso di rendimento nullo o negativo le commissioni sono azzerate.

Quindi la **Tabella 13** mostra che a fronte di un rendimento lordo del -0,140% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,490%.

Investimento in BOT		1.000,00
Rendimento BOT Annuale	-	1,40
Costi		3,50
Rendimento netto	-	4,90

*Tabella 14: Rendimento netto per ogni 1.000 euro investiti in Bot*

La **Tabella 14** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno -1,40 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 3,5 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 4,90 euro di tasca propria.



*Figura 10: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2016 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

La **Figura 11** mostra il risultato dello sforzo svolto dal Dipartimento del Tesoro nel corso degli ultimi 2 anni: attraverso concambi e una buona regia delle nuove emissioni, il circolante di titoli di Stato appare ora suddiviso in modo gradualmente decrescente su tutte le scadenze.

Meno favorevole invece la distribuzione dei rimborsi dei titoli di Stato nel corso dell'anno 2016, con i mesi di agosto e settembre che vedono dei picchi di 53 e 39 miliardi di scadenze, si veda la **Figura 10**.



*Figura 11: Titoli di Stato in scadenza sino al 2025  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

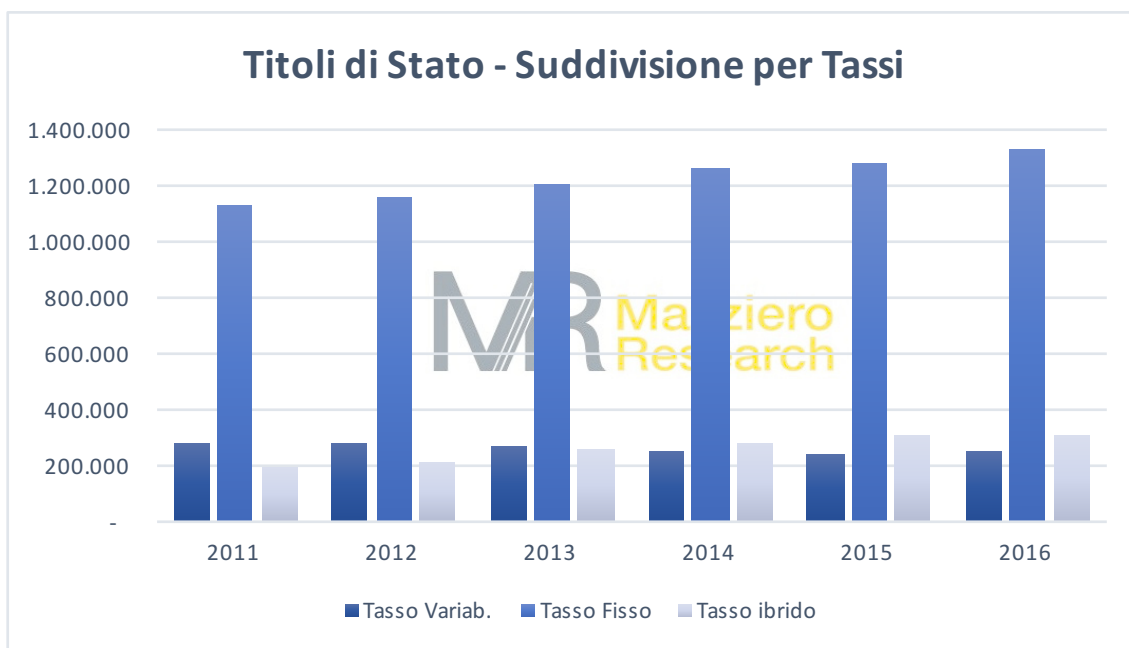


Figura 12: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato dal 2011 ad aprile 2016 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Nel caso di un ritorno di turbolenza sui mercati del credito, anche a seguito di cause esterne come l'esito del referendum inglese (cosiddetto Brexit) o l'acuirsi del problema greco, i picchi dei rimborsi e dei conseguenti rinnovi nei mesi di agosto e settembre potrebbero generare condizioni estremamente penalizzanti per il nostro Paese.

La **Figura 12** illustra come è variata nel corso del tempo la composizione del circolante di titoli di Stato per tipologia di tasso; come è possibile osservare il quantitativo in tasso fisso è aumentato sempre di più, sia in termini assoluti sia in peso percentuale.

Questa è una condizione positiva in uno scenario di tassi bassi, in quanto limita, almeno nei primi anni, la penalizzazione per i conti pubblici derivante da un incremento dei rendimenti.

Nella **Figura 13** viene mostrata la ripartizione percentuale dei detentori di titoli di Stato nello scorso mese di novembre 2015: continua la crescita da parte della banca centrale, che è passata all'8,7%, cala nel contempo la detenzione da parte delle banche, al 20,7% e dei sottoscrittori privati al 29,6%.

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
118.909	-	128.427	42.804	1.285.185
BTP €i	BTP Italia	BTP atipici	Esteri €	Esteri Valuta
145.722	104.549	413	48.749	2.294

Tabella 15: Composizione dei Titoli di Stato ad aprile 2016 (€mln) (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

### *I titoli di Stato detenuti dalle banche sono a rischio zero?*

Che i titoli di Stato non possano più essere considerati a rischio zero è acclarato, basta osservare la volatilità delle loro quotazioni giorno per giorno per averne una chiara percezione. Che nei bilanci di banche già gravati da sofferenze, la quota destinata a titoli di debito governativi debba trovare un limite forse prima ancora che una regola ferrea dovrebbe essere una norma di buon senso.

A tal riguardo, si è sviluppato un dibattito con toni che lasciano trasparire un notevole nervosismo. Da un lato le posizioni della Germania, ma non solo, che così argomenta in una relazione di cinque pagine: “Presenze strutturalmente elevate di debito nazionale nelle banche aumentano il rischio che in caso di fallimento sovrano vi sia anche una crisi bancaria”.

Tuttavia la proposta di porre un tetto alla detenzione bancaria di titoli di Stato potrebbe costituire un problema per un Paese fortemente indebitato come il nostro, e a cui il sistema bancario ha dato una forte mano nell’assorbire ampie porzioni di obbligazioni governative, grazie anche ai generosi finanziamenti da parte della BCE.

A novembre 2015, 159 miliardi di emissioni italiane erano detenute dalla BCE e da Banca d’Italia, mentre il sistema bancario deteneva altri 381 miliardi, corrispondenti rispettivamente all’8,7 e al 20,7% del circolante, si veda la **Figura 13**.

È ovvio che una limitazione di titoli di Stato nei bilanci bancari, anche se perseguita con del capitale da mantenere a collaterale, non può incontrare il gradimento del Governo e di Banca d’Italia, già assillati dal problema delle sofferenze bancarie.

Secondo il Governatore di Banca d’Italia, Ignazio Visco, assegnare un rischio ai titoli di Stato posseduti dalle banche e/o porre un tetto al loro possesso rappresenterebbe, una riforma dai benefici incerti e dai costi consistenti. Prima di effettuare ulteriori cambiamenti, sarebbe “prudente” aspettare “che il sistema finanziario si sia pienamente ripreso e adattato all’importante serie di riforme messe in campo dall’inizio della crisi”.

Secondo Maria Cannata, direttrice del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell’Economia, con una limitazione nel possesso di bond governativi ben 1.700 miliardi di euro di titoli di Stato potrebbero uscire dal capitale delle banche generando un “rischio sistemico” (la cifra si riferisce all’intera Eurozona e non solo all’Italia, ndr); i problemi emergerebbero non solo per gli istituti italiani e spagnoli, ma anche per quelli tedeschi, poiché si troverebbero costretti a dover chiedere aumenti di capitali in un momento assolutamente sfavorevole

La sensazione è che ancora una volta ci si trovi impegnati in una battaglia di retroguardia. Nell’ultimo lustro ci siamo crogiolati nella convinzione che il nostro sistema bancario fosse sano e che sarebbe uscito meglio e prima degli altri dalla crisi; poi un giorno ci siamo improvvisamente svegliati con quattro banche fallite, scoprendo che i problemi delle sofferenze erano stati nascosti sotto il tappeto. Ora insistiamo a dire che i titoli governativi sono e devono continuare ad essere considerati a rischio zero, definendo tale atteggiamento “prudente” e paventando un “rischio sistemico” in caso contrario. Ancora una volta tendiamo a dimenticare cosa è successo in Grecia e minimizziamo il fatto di avere 2.200 miliardi di debito.

## Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori

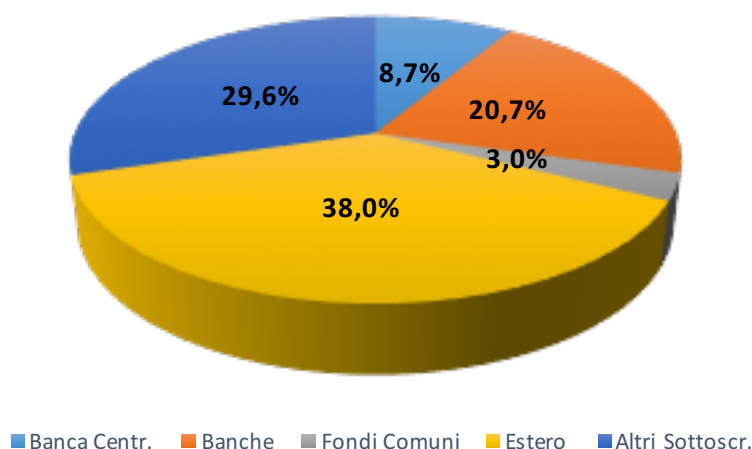


Figura 13: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori ad novembre 2015  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

## Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	31.106		24%
Riserve verso FMI	2.082		2%
Diritti speciali prelievo	6.347		5%
Oro	88.154		68%
Altre attività di riserva	1.128		
<b>Totale Riserve</b>		128.818	100%

Tabella 16: Riserve Banca d'Italia ad aprile 2016  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Le riserve ufficiali a marzo 2016 ammontano a 128,8 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a gennaio 2016 è un aumento di circa 5,5 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 68% delle riserve totali.

### Il commento

Le variazioni rispetto al precedente Osservatorio sono dovute all'aumento del prezzo dell'oro espresso in dollari (da circa 1.115 di gennaio a 1.290 dollari l'oncia) seppur parzialmente mitigato dall'indebolimento del dollaro rispetto all'euro; il cambio €/€ è passato da 1,083 a 1,144 di aprile.

## 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	1.605.694	85.999	1.851.213	4,20%	115,29%	2,08%
Anno 2011	1.638.857	33.163	1.907.479	3,50%	116,39%	1,94%
Anno 2012	1.614.672	-24.185	1.989.421	3,00%	123,14%	-0,85%
Anno 2013	1.606.895	-7.778	2.069.692	2,90%	128,53%	-0,60%
Anno 2014	1.613.859	6.964	2.135.902	3,00%	132,11%	-0,40%
Anno 2015	1.636.372	21.525	2.169.855	2,60%	132,60%	0,60%
Anno 2016 (st.DEF)	1.671.584	35.212	2.213.790	2,30%	132,40%	1,20%
Anno 2017 (st.DEF)	1.712.933	41.349	2.242.481	1,10%	130,90%	1,40%
Anno 2018 (st.DEF)	1.765.250	52.317	2.259.106	0,20%	128,00%	1,50%
Anno 2019 (st.DEF)	1.822.211	56.961	2.255.817	-0,30%	123,80%	1,30%
Anno 2016 (st.UE)	1.654.372	18.000	2.195.352	2,40%	132,70%	1,10%
Anno 2017 (st.UE)	1.675.879	21.507	2.208.808	1,90%	131,80%	1,30%
Anno 2016 (st.FMI)	1.652.736	16.364	2.175.888	2,30%	133,00%	1,00%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	58.683	2.183.155	2,00%	131,70%	1,10%
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 2016 (st.OCSE)	1.652.736	16.364	2.206.402	2,20%	133,50%	1,00%
Anno 2017 (st.OCSE)	1.675.874	23.138	2.208.802	1,60%	131,80%	1,40%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti

*Tabella 17: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2015, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)*

### I fatti

- Nel 1° trimestre il PIL sale dello 0,3% rispetto al trimestre precedente; su base annua il PIL sale dell'1,0%;
- Il PIL resta dell'8,4% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2016 è +0,6%.
- La produzione industriale da gennaio a marzo è diminuita dello 0,7%; nel medesimo periodo dell'anno scorso era salita dell'1,8%.
- La produzione industriale nel mese di marzo è invariata rispetto a febbraio.

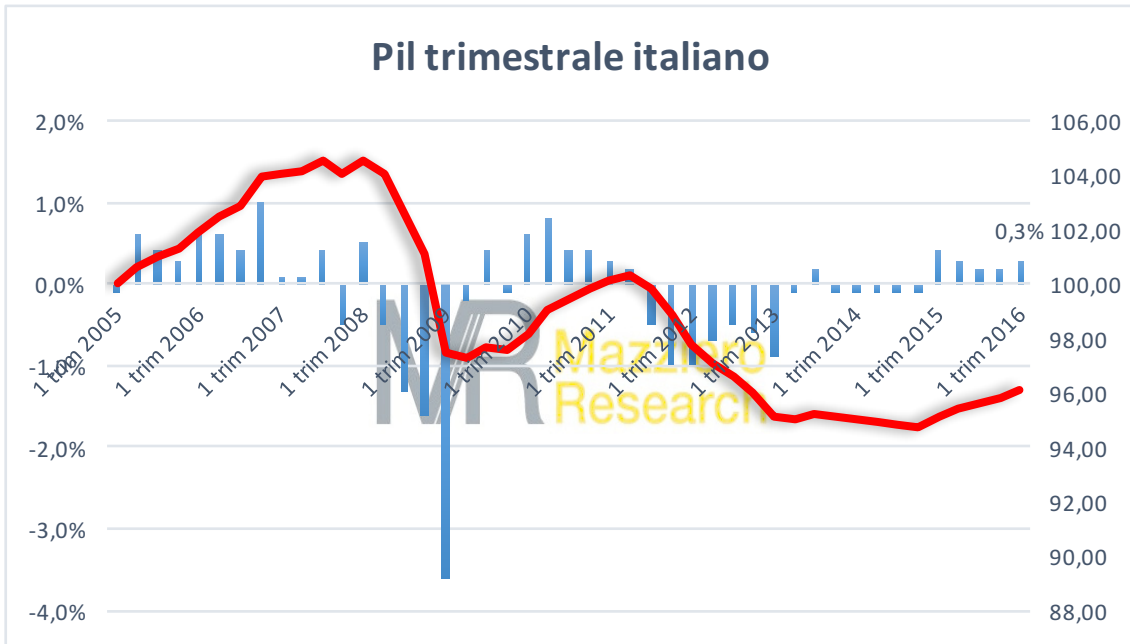


Figura 14: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 1 Trim. 2016  
(Elaborazione su dati Istat)

## Il commento

L'anno 2016 sembra avviarsi abbastanza bene, con una crescita trimestrale del PIL dello 0,3%, un risultato che potrebbe farci ben sperare dato che eventuali variazioni successive nulle fornirebbero un incremento annuale dello 0,6%; tuttavia quell'1,2% annuale prospettato dal Governo nel DEF appare per il momento ancora piuttosto lontano.

Infatti se osserviamo la sequenza delle variazioni congiunturali (si veda il significato nel **Riquadro 14**) è vero che il primo trimestre di quest'anno inverte la sequenza negativa innestata nel secondo trimestre dello scorso anno, ma è altrettanto vero che nel primo trimestre del 2015 la crescita era stata dello 0,4%.

Insomma non sono bastati i prezzi bassi dell'energia e le manovre espansive della Banca Centrale per far ripartire il Paese, che appare invece ingessato e incapace di rispondere agli stimoli interni ed esterni.

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

Tabella 18: PIL trimestrale dal 2005 al 1 Trim. 2016  
(Elaborazione su dati Istat)

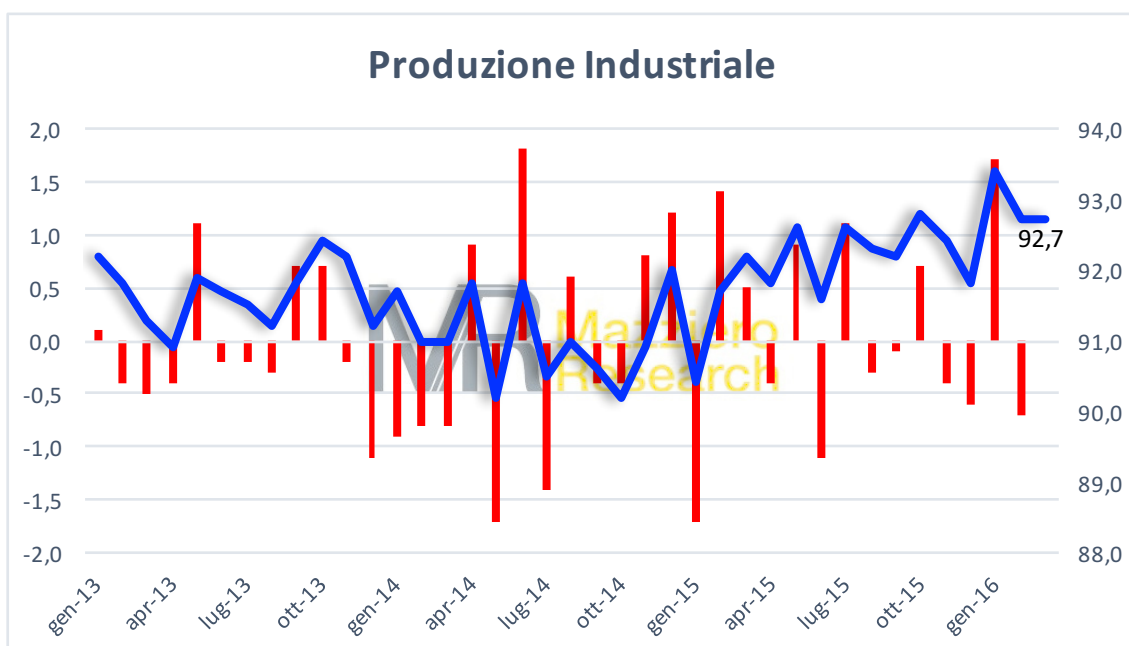


Figura 15: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a mar. 2016 (Elaborazione su dati Istat)

Occorre altresì notare che gran parte dell'impulso a quella crescita dello 0,4% nel primo trimestre 2015 era stato dato da una variazione delle scorte, si veda la **Tabella 19**, e le scorte sono di fatto un accantonamento a cui deve far seguito un consumo, se ciò non si verifica le scorte diventano un fardello che limiterà la produzione successiva.

Purtroppo nella stima preliminare del PIL, sinora rilasciata dall'Istat, non siamo ancora in grado di scomporre la variazione del PIL nei singoli aggregati.

Per nulla tranquillizzante invece l'andamento della produzione industriale, che ha segnato a marzo una variazione mensile nulla, si veda la **Figura 15**, restando sui livelli di febbraio (92,7) e in arretramento rispetto a gennaio (93,4).

PROSPETTO 2. CONTRIBUTI ALLA VARIAZIONE CONGIUNTURALE DEL PIL \* (I trim. 2015 - IV trim. 2015).  
Elaborazioni su dati concatenati, destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario (anno di riferimento 2010).

AGGREGATI	I/2015	II/2015	III/2015	IV/2015
<b>Domanda nazionale al netto delle scorte</b>	0,1	0,2	0,4	0,4
<b>- Consumi finali nazionali</b>	-0,1	0,2	0,3	0,3
- spesa delle famiglie residenti e delle ISP	0,1	0,2	0,3	0,2
- spesa della P.A.	-0,1	-0,1	0,0	0,1
<b>- Investimenti fissi lordi</b>	0,1	0,0	0,0	0,1
<b>Variazione delle scorte e oggetti di valore</b>	0,8	0,1	0,2	-0,4
<b>Domanda estera netta</b>	-0,4	0,0	-0,3	0,1
<b>Prodotto interno lordo</b>	0,4	0,3	0,2	0,1

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

Tabella 19: Contributi degli aggregati PIL alle variazioni trimestrale del 2015 (Fonte: Istat)



Una moderata nota di speranza giunge dalle stime del Centro Studi Confindustria, che prevede un aumento della produzione industriale in aprile pari allo 0,3%.

Sempre nella **Figura 15** si può notare la dinamica della produzione industriale (tratto in colorazione rossa) e constatare che dal 2013 ad oggi non è stato compiuto alcun progresso sostanziale; inoltre il livello di produzione resta ancora al 25% al di sotto dei livelli pre-crisi, indicando un basso utilizzo di capacità produttiva.

## Riquadro 14

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

Misura il risultato finale dell'attività produttiva di persone e imprese residenti. In Italia è calcolato mediante la somma dei 'valori aggiunti' nei differenti settori economici, aumentata dell'IVA e di altre imposte indirette. Il PIL comprende: gli investimenti e i consumi finali dei soggetti privati, una parte della spesa dello Stato e delle amministrazioni pubbliche (es. non comprende la spesa per le pensioni e per gli interessi passivi sul debito pubblico), le esportazioni a cui vengono sottratte le importazioni, oltre ad altre voci minori.

### **PIL nominale**

Misura del PIL in moneta corrente, ossia rilevato ai prezzi dell'anno per il quale è calcolato. Comprende quindi la componente di inflazione.

### **PIL reale**

Misura del PIL depurata dalla variazione dei prezzi; non comprende pertanto la componente di inflazione.

### **Deflatore PIL**

Indica quanta parte del PIL è dovuta all'inflazione, si ricava dal rapporto fra PIL nominale e PIL reale.

### **Dati corretti per gli effetti di calendario**

Depurati dalla differenza annuale dei giorni lavorativi, delle festività pasquali e dell'anno bisestile.

### **Dati destagionalizzati**

Depurati delle fluttuazioni stagionali dovute a fattori meteorologici, consuetudinari, legislativi, o altro.

### **Variazione congiunturale**

Variazione percentuale rispetto al trimestre precedente.

### **Variazione tendenziale**

Variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente.

### **Crescita acquisita**

Crescita annuale che si otterrebbe in presenza di una variazione congiunturale nulla nei restanti trimestri dell'anno.

## *Indice di Fiducia sugli Investimenti in Innovazione Tecnologica*

*Riportiamo di seguito un breve estratto della rilevazione IFIIT di maggio:*

- L'Indice Ifiit scende sotto i 35 punti e si colloca a 34,8, confermando un andamento discendente già presente dallo scorso mese.
- Il leggero calo nella propensione ad investire in innovazione riguarda soprattutto la filiera dei processi nelle piccole imprese, mentre il livello di fiducia resta solido nelle strutture più grandi, tipicamente più orientate ai mercati internazionali.
- Prevale tra gli imprenditori un clima di attesa, tanto che non sono annunciate sensibili variazioni nel cambio dei vecchi macchinari e/o nell'acquisizione di nuovi, a testimonianza che la base produttiva potrebbe manifestare nel corso dei prossimi mesi una tendenza alla contrazione, almeno in alcuni settori più maturi.
- Si confermano la difesa, l'avionica, le biotecnologie e la meccanica fine e la componentistica auto i comparti con il più alto grado di fiducia sugli investimenti innovativi.
- Allineati al valore medio dell'indice generale si ritrovano i settori del made in Italy tradizionale, dell'energia, dei trasporti e della logistica.
- Presentano invece valori più bassi dell'indice medio il comparto del credito, oltre alle microimprese, il terziario legato al commercio e all'edilizia.
- Dal punto di vista geografico il Nord del Paese si conferma ai vertici della fiducia, in particolare la Lombardia si attesta al primo posto della classifica per propensione e per investimenti, segnali di risveglio dalla Puglia e in alcuni distretti campani. In leggera contrazione l'area laziale.
- La maggior parte della base imprenditoriale (circa il 73% degli intervistati, contro il 77% del mese precedente) ritiene ancora alto il divario tra l'esperienza digitale italiana e quella degli altri paesi più industrializzati con cui si è chiamati a confrontarsi sul piano della competitività.

**Ifiit** è l'Indice di Fiducia sugli investimenti in innovazione tecnologica, accreditato presso il Ministero dello sviluppo economico e l'Agenzia dell'Innovazione. L'Indice rappresenta la sintesi di un'attività di ricerca sulla fiducia in investimenti tecnologici che mensilmente viene effettuata su un campione qualificato e rappresentativo dell'economia italiana. Supervisor del Focus Group di ricerca è Paolo Gila.

## L'inflazione

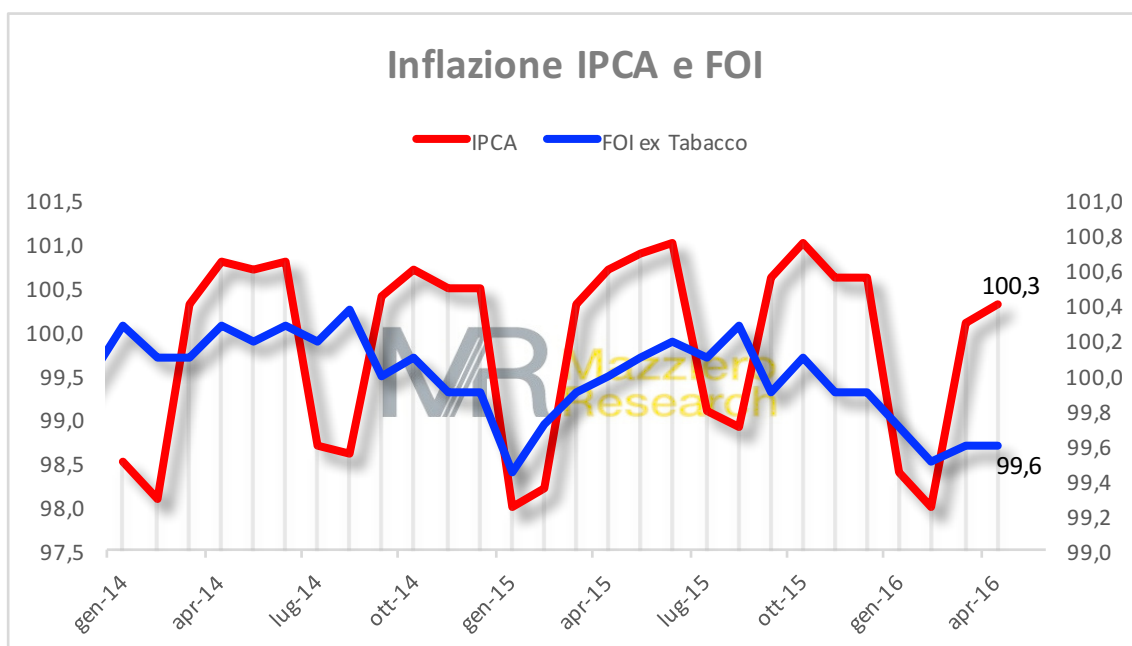


Figura 16: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2014 ad aprile 2016 (Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

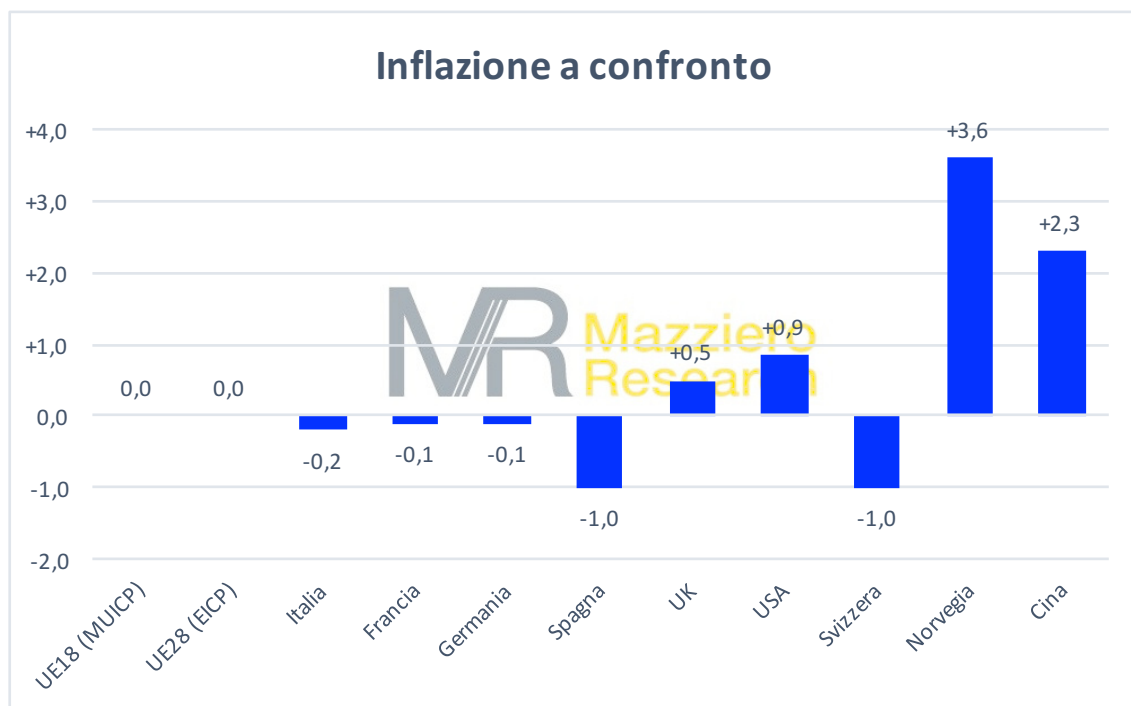
- Il tasso di inflazione IPCA ad aprile è pari al -0,4%.
- Il tasso di inflazione medio IPCA nel 2015 è stato dello 0,1%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2016 è pari a -0,5%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 100,3.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 99,6.

### Il commento

Bassa inflazione, inflazione nulla o lieve deflazione: tutte definizioni che potrebbero adattarsi correttamente alla reale situazione inflativa dell'economia italiana.

La ragione sta nel fatto che, mese dopo mese, le rilevazioni continuano ad oscillare su valori ora positivi, ora negativi fornendo letture contrastanti tra variazione mensile e variazione annuale.

Oltretutto la dinamica dell'indice IPCA, che tiene conto dei saldi stagionali, spesso si discosta dall'indice FOI, si veda a tal proposito la **Figura 16** per l'andamento e il **Riquadro 16** sulla differenza dei due indici.



*Figura 17: Inflazione nei vari Paesi a marzo 2016  
(Fonte: Eurostat)*

Analizzando le singole voci di spesa, restano negative le componenti relative ai trasporti e alle spese relative alle utenze domestiche; la ragione è riconducibile in qualche modo alla dinamica dei costi dell'energia.

Aumenti vicini all'unità percentuale, invece, si sono registrati da un anno a questa parte per i costi legati all'istruzione e ai servizi ricettivi e di ristorazione.

Il confronto con gli altri Paesi, si veda la **Figura 17** relativa al mese di marzo, non mostra significative divergenze tra Italia, Francia e Germania, mentre si osserva un valore estremamente deflativo per Spagna e Svizzera e largamente inflativo per Norvegia e Cina.

Inflazione in recupero nel Regno Unito a +0,5%, mentre in lieve contrazione gli Stati Uniti allo 0,9%.

#### Riquadro 16

##### **Inflazione acquisita**

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

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

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

##### **NIC**

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

##### **IPCA**

Indice dei prezzi al consumo armonizzato per i paesi dell'Unione Europea. È una misura dell'inflazione comparabile tra i diversi paesi europei, in base a una metodologia di calcolo comune definita da Eurostat. A differenza degli altri indici tiene conto dell'abbassamento dei prezzi per abbigliamento e calzature durante i saldi stagionali.

## La disoccupazione



Figura 18: Disoccupazione in Italia da gennaio 2014 a marzo 2016  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Disoccupazione: 11,4% a marzo 2016; record storico 13,4% a novembre 2014.  
36,7% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni;  
record storico 44,2% rilevato a giugno 2015.
- Tasso di occupazione: 56,7% della popolazione tra 15 e 64 anni;  
sui massimi di periodo: 56,8% a gennaio.
- Tasso di inattività: 35,9% della popolazione tra 15 e 64 anni;  
poco variato nel trimestre, 35,7% a gennaio.
- Cassa integrazione: da gennaio a marzo 2016 autorizzate 169 milioni di ore;  
da gennaio a marzo 2015 furono autorizzate 170 milioni di ore.

### Il commento

La disoccupazione sembra aver intrapreso uno stabile percorso di riduzione sia per i lavoratori in età attiva, sia per quanto riguarda i giovani tra i 15 e 24 anni, dove si riscontra il maggior tasso di recupero di posti di lavoro.

Proprio in termini di disoccupazione giovanile, tuttavia, i valori restano particolarmente elevati: al 36,7%, seppur ben al di sotto da quel 44,2% rilevato a metà dello scorso anno.

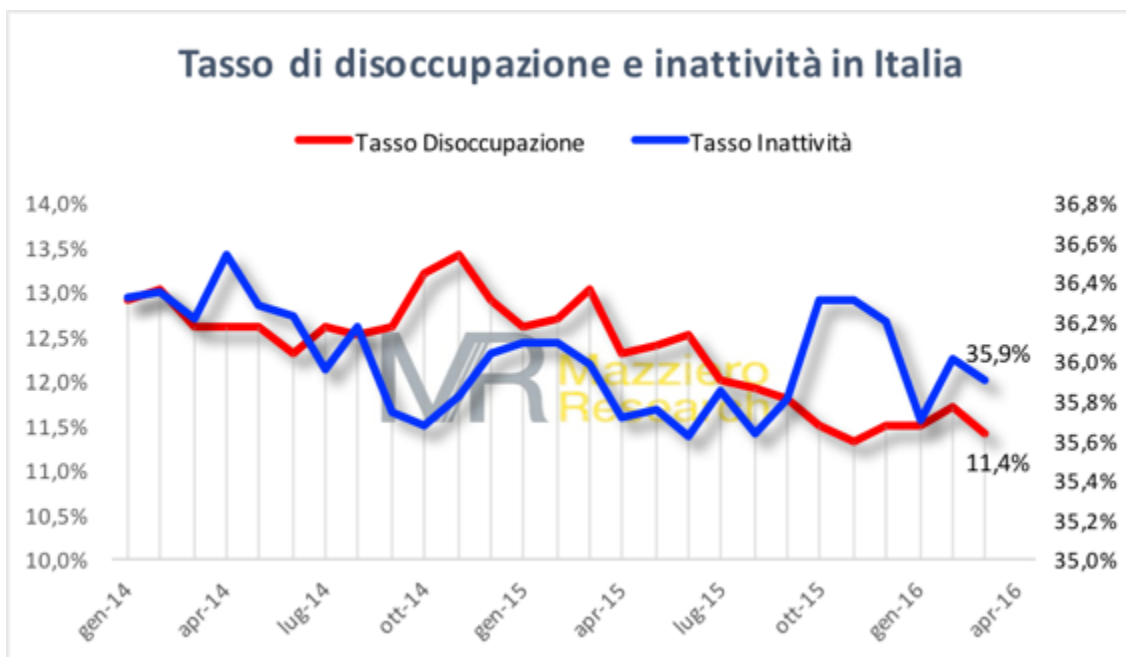


Figura 19: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2014 a marzo 2016 (Elaborazione su dati Istat)

Il tasso di occupazione si mantiene sui massimi di periodo al 56,7%, mentre il tasso di inattività resta poco variato al 35,9% della popolazione tra i 15 e i 64 anni.

Le ore di cassa integrazione autorizzate da gennaio a marzo restano pressoché identiche a quelle del medesimo periodo dello scorso anno, segno che la forte riduzione dai livelli del 2014 sembra aver raggiunto un livello fisiologico, si veda la **Figura 20**.

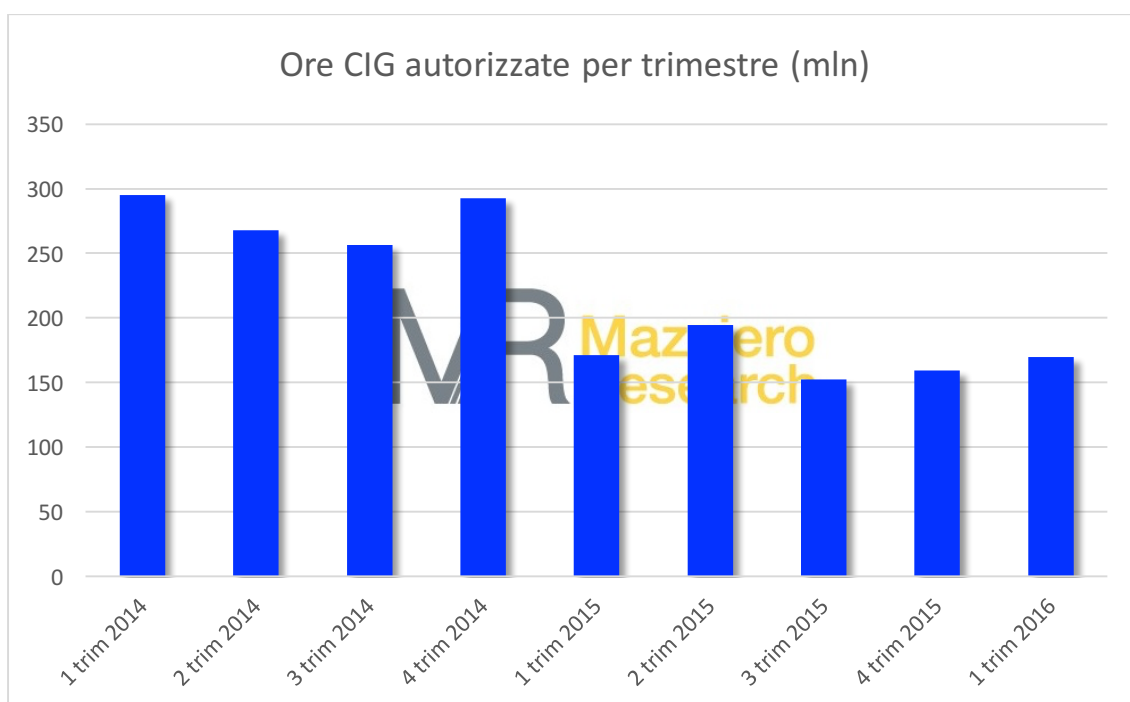
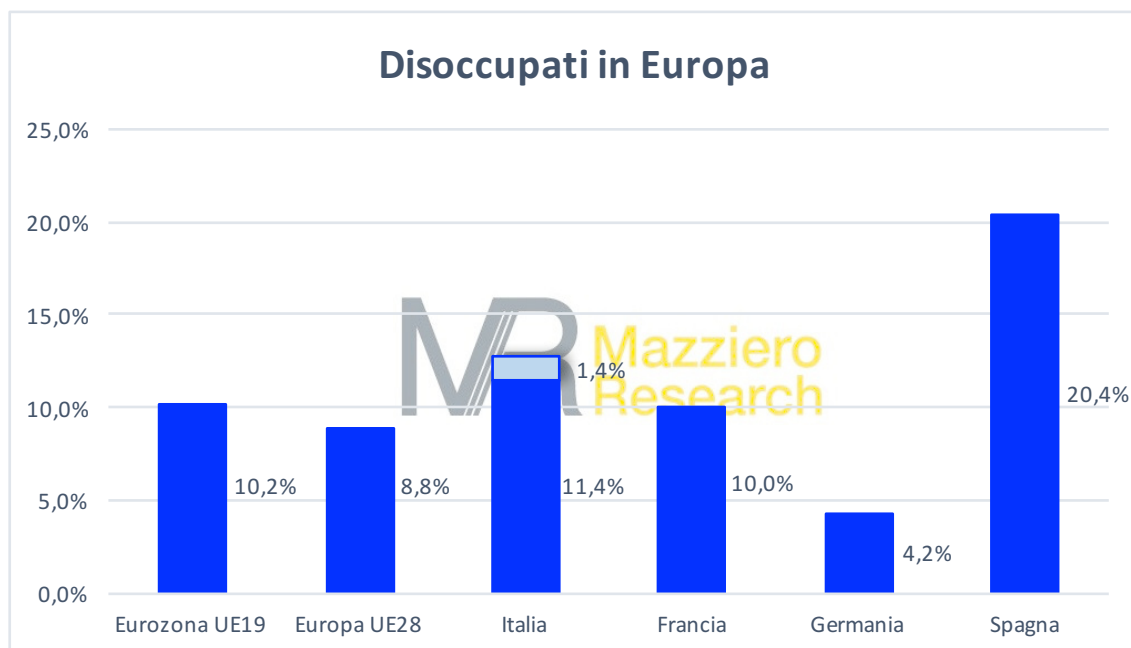


Figura 20: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2014 al 1 trim 2016 (Fonte: Inps)



*Figura 21: Disoccupazione in Europa a marzo 2016  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Tuttavia il ricorso alla cassa integrazione continua ad essere pari a un 1,4% aggiuntivo di disoccupazione, che sommato al nostro attuale livello dell'11,4% ci porterebbe poco al di sotto del 12%, ben oltre alla media europea e ai nostri principali partner ad esclusione della Spagna, si veda la **Figura 21**.

#### Riquadro 17

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.

*Un po' di cautela sui benefici del Jobs Act*

*Estratto dal Rapporto sulla programmazione di bilancio, Ufficio Parlamentare di Bilancio, 22 aprile 2016*

Anche considerando le diverse ipotesi di base, il confronto tra stime del DEF e stime della Commissione europea suggerisce di usare prudenza nel valutare l'impatto del Jobs Act sulla crescita e sulla occupazione, quantomeno nei primi anni in cui ancora non si può disporre di alcuna evidenza diretta. Tra l'altro, a un atteggiamento di prudenza invitano anche alcune recenti analisi che hanno approfondito gli effetti del Jobs Act tentando di separarli da quelli di altre misure che hanno interessato il mercato del lavoro negli ultimi anni e, in particolare, dall'esonero contributivo concesso sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato effettuate nel corso del 2015 e del 2016. [...]

In conclusione, seppure vada riconosciuto che la riforma del mercato del lavoro introdotta con il Jobs Act è tra quelle che l'Italia ha condotto in maniera più rapida e decisa, rispondendo alle Raccomandazioni di modernizzazione e semplificazione del Consiglio della UE del 2014 e del 2015 (tutti gli otto complessi decreti legislativi sono stati approvati a poco più di un anno dall'entrata in vigore delle legge madre), appare consigliabile usare prudenza nel valutare come nei prossimi anni le nuove regole potranno tradursi in più elevata produttività, incrementi occupazionali e maggior crescita dell'economia. Lo sgravio contributivo triennale integrale concesso nel 2015 ha introdotto una convenienza molto forte per i datori di lavoro ad assumere, anche posticipando piani di assunzione destinati al 2014 e anticipando quelli del 2016. In condizioni di economia stagnante, l'entrata in vigore del contratto a tutele crescenti potrebbe aver funzionato come fattore di rinforzo ad assumere per beneficiare delle decontribuzioni piuttosto che come elemento nuovo in sé attorno al quale organizzare i rapporti di lavoro e produzione.

*N.B. Sottolineature a cura del redattore*



TAB. 1 – RAPPORTI DI LAVORO\*: ATTIVAZIONI E TRASFORMAZIONI NEI MESI DI GENNAIO - FEBBRAIO DEGLI ANNI 2014, 2015 E 2016

	gen - feb			gen - feb 2015 su 2014		gen - feb 2016 su 2015	
	2014	2015	2016	variazione assoluta	variazione %	variazione assoluta	variazione %
<b>A. NUOVI RAPPORTI DI LAVORO</b>							
A1. Assunzioni a tempo indeterminato	259906	320054	212978	60148	23,1%	-107076	-33,5%
A2. Assunzioni a termine	557842	567305	534256	9463	1,7%	-33049	-5,8%
A3. Assunzioni in apprendistato	39031	33674	35186	-5357	-13,7%	1512	4,5%
<b>TOTALE</b>	<b>856779</b>	<b>921033</b>	<b>782420</b>	<b>64.254</b>	<b>7,5%</b>	<b>-138613</b>	<b>-15,0%</b>
<b>B. VARIAZIONI CONTRATTUALI DI RAPPORTI DI LAVORO ESISTENTI</b>							
B1. Trasformazioni a tempo indeterminato di rapporti a termine	83790	72378	61749	-11.412	-13,6%	-10.629	-14,7%
B2. Apprendisti trasformati a tempo indeterminato	13804	13448	16660	-356	-2,6%	3.212	23,9%
<b>TOTALE</b>	<b>97594</b>	<b>85826</b>	<b>78409</b>	<b>-11.768</b>	<b>-12,1%</b>	<b>-7.417</b>	<b>-8,6%</b>

Tabella 20: Attivazioni e trasformazioni del rapporto di lavoro  
(Fonte Inps, Osservatorio Precariato)

Interessanti e in controtendenza le rilevazioni dell'Osservatorio Precariato pubblicato dall'Inps, si veda la **Tabella 20**.

Le nuove assunzioni, a termine o a tempo indeterminato, nel periodo gennaio-febbraio 2016 sono fortemente inferiori sia rispetto a quelle di un anno fa nel medesimo periodo, sia a quelle del primo bimestre del 2014.

La differenza con il 2015 è piuttosto ingente sia per le nuove assunzioni a tempo indeterminato (-33,5%) sia per le trasformazioni da lavoro a termine a tempo indeterminato (-14,7%).

La sensazione è che si sia già esaurita la spinta alle assunzioni, o meglio sarebbe dire alle trasformazioni dei rapporti di lavoro, favorita dagli sgravi contributivi del Jobs Act; interessanti a tal proposito le note di cautela espresse dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio e riportate nel **Riquadro 18**.

#### Riquadro 19

**Disoccupati:** persone non occupate tra i 15 e 74 anni che hanno svolto un'azione attiva di ricerca di lavoro.

**Occupati:** persone oltre i 15 anni che hanno svolto almeno un'ora settimanale di lavoro o che sono state assenti per ferie o malattia.

**Forze di lavoro:** comprendono occupati e disoccupati.

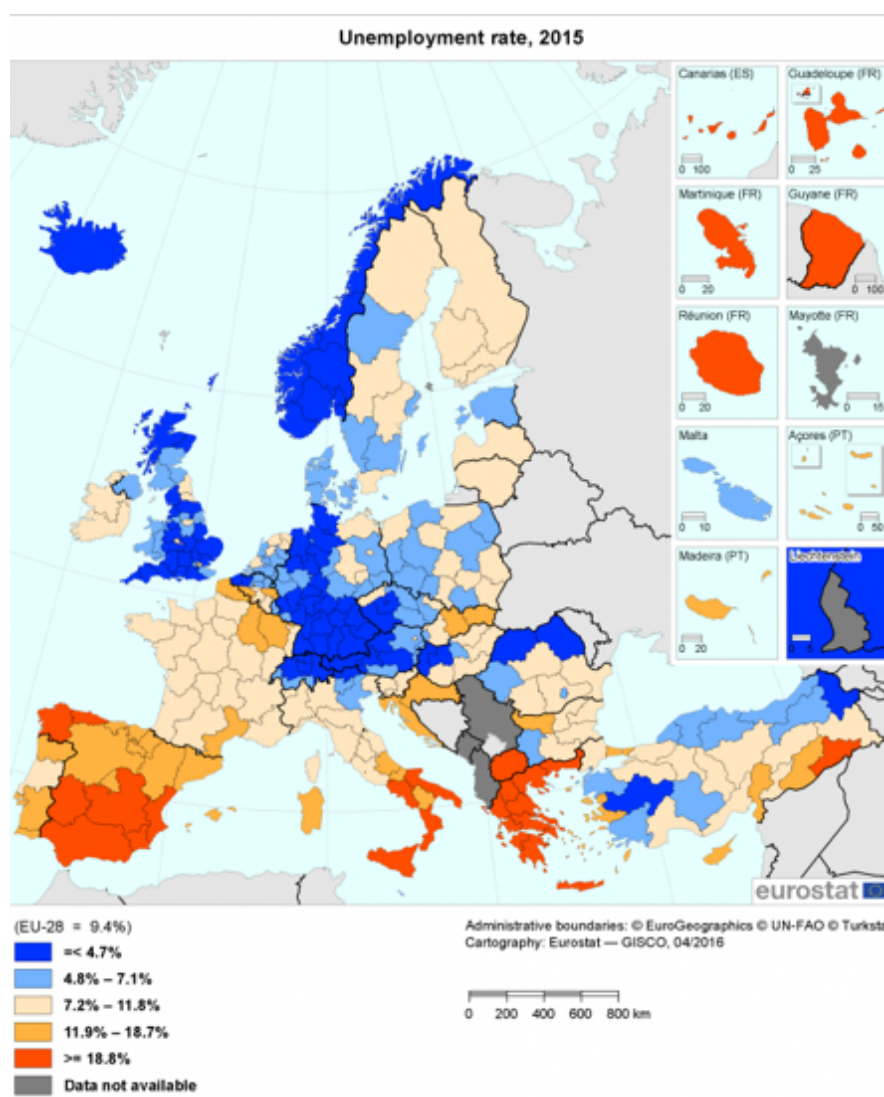
**Inattivi:** persone che non fanno parte delle forze di lavoro e quindi non sono né occupati né disoccupati.

**Tasso di disoccupazione:** rapporto tra le persone in cerca di occupazione e le corrispondenti forze di lavoro.

**Tasso di occupazione:** rapporto tra gli occupati e la popolazione di riferimento.

**Tasso di inattività:** rapporto tra le persone non appartenenti alle forze di lavoro e la corrispondente popolazione di riferimento.

### Italia al lavoro: un paese a tre velocità



*Figura 22: Mappa della disoccupazione in Europa nel 2015  
(Fonte: Eurostat)*

La **Figura 22** riporta una mappa della disoccupazione in Europa, come è possibile notare la colorazione blu e azzurra indica il tasso più contenuto, inferiore al 7,1%, e riguarda principalmente i Paesi del centro e nord Europa, come Germania, Regno Unito e Norvegia e il nord est italiano, in particolare la Provincia di Bolzano avrebbe un tasso inferiore al 4,7%.

La colorazione nocciola e arancio indica una disoccupazione compresa tra il 7,2% e il 18,7%, e individua la Francia, parte della Spagna e l'Italia nord ovest e centrale.

La colorazione rossa, che indica una disoccupazione superiore al 18,8%, interessa la parte meridionale della Spagna, la Grecia e le regioni meridionali dell'Italia.

L'aspetto particolare che riguarda il nostro Paese è come la bassa disoccupazione sia presente solo come aspetto regionale nel nord-est, gran parte dell'Italia abbia una disoccupazione superiore al 7,2% e si avvicini al 20% nelle regioni meridionali.

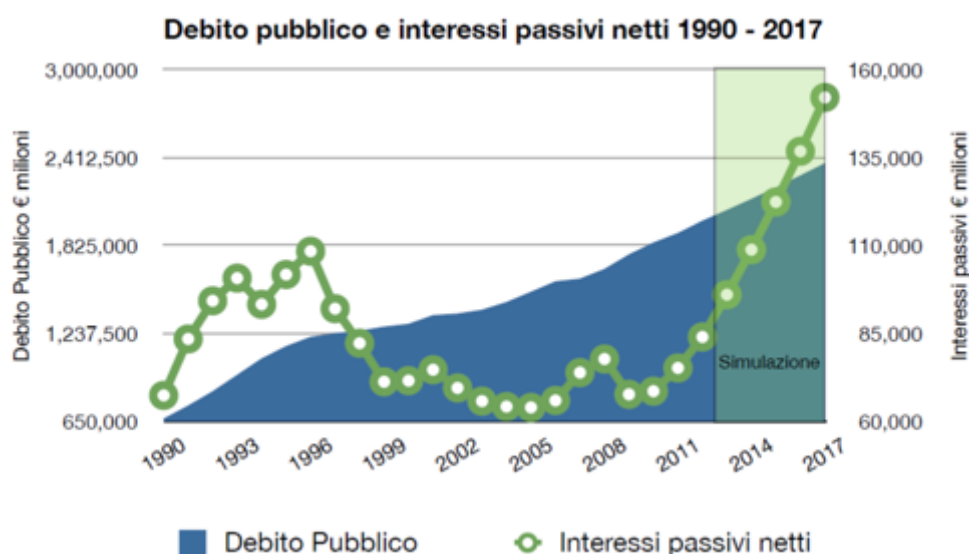
Una così marcata differenza all'interno di una singola nazione è riscontrabile, oltre che da noi, solo in Turchia, con particolarità più favorevoli per quest'ultima.

## Approfondimenti

### *Adesso va tutto bene? Un aggiornamento sull'elaborazione effettuata nel 2013*

(Il commento)  
di Andrew Lawford, CFA

Nell'Osservatorio del terzo trimestre 2013, è stato pubblicato un articolo intitolato "Che cosa c'è che non va?" in cui sono stati elaborati alcuni scenari in base al ritmo di aumento del debito pubblico e l'effetto probabile sulle finanze dello Stato qualora i tassi d'interessi dovessero aumentare. È un esercizio utile rivedere queste elaborazioni adesso che sono disponibili i dati per il triennio 2013 - 2015.



*Figura 1: Debito pubblico e interessi passivi netti 1990 - 2017 (come elaborato nel 2013 con ipotesi di tassi al rialzo nel periodo 2013 - 2017)  
Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT*

Se si confronta la simulazione effettuata nel 2013 (**Figura 1**) con la situazione aggiornata alla fine del 2015 (**Figura 2**) si deve constatare due fatti rilevanti:

1. Il debito pubblico, pur trovandosi in costante aumento nel triennio 2013 - 2015, ha avuto un tasso composto più basso (2,95%) rispetto a quello utilizzato nell'elaborazione (la media del periodo 2008 - 2012, che era del 3,6%);
2. Gli interessi passivi netti sono diminuiti del 22% circa rispetto ai livelli del 2012.

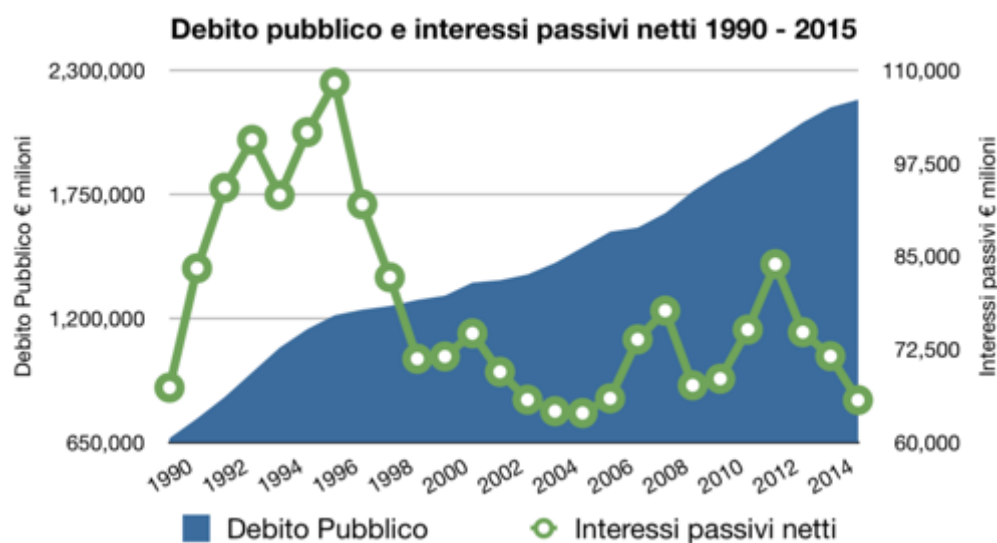
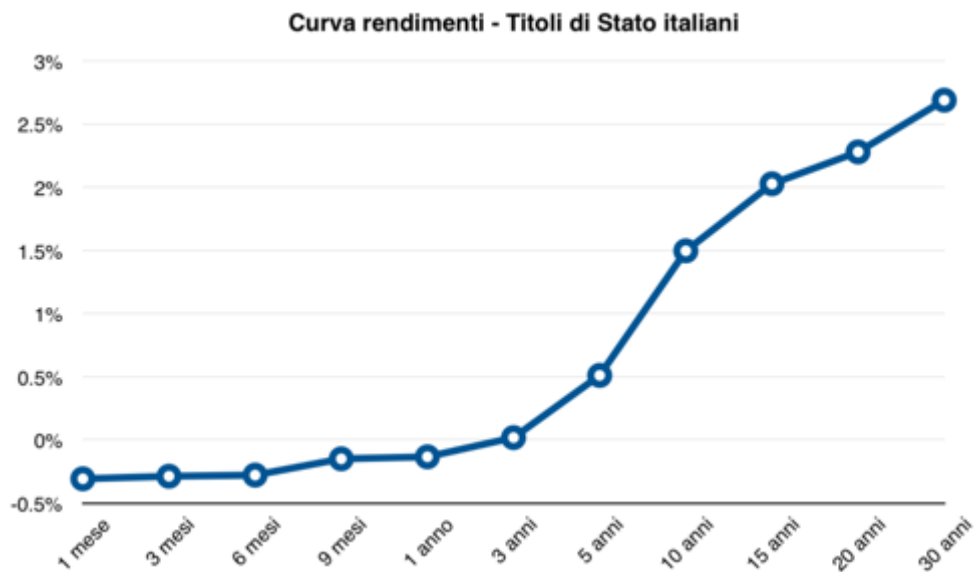


Figura 2: Debito pubblico e interessi passivi netti 1990 - 2015  
 Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT

Il motivo per questo calo drammatico degli interessi passivi è da ricercare nell'evoluzione della curva dei rendimenti dei titoli di Stato, dove si trovano rendimenti negativi per tutta la prima parte della curva (**Figura 3**).

In effetti, il contesto benigno per i tassi d'interesse ha permesso all'Italia di mantenere il difficile equilibrio per i conti statali che viene analizzato puntualmente in questo documento di ricerca. Inoltre, con un tasso medio del 2015 pari al 3,77% per i titoli di Stato, ogni nuova emissione serve per abbassare ancora di più il costo complessivo del debito pubblico, dato che i titoli trentennali (che hanno i rendimenti più alti di tutta la curva) rendono appena il 2,70% in questo momento.



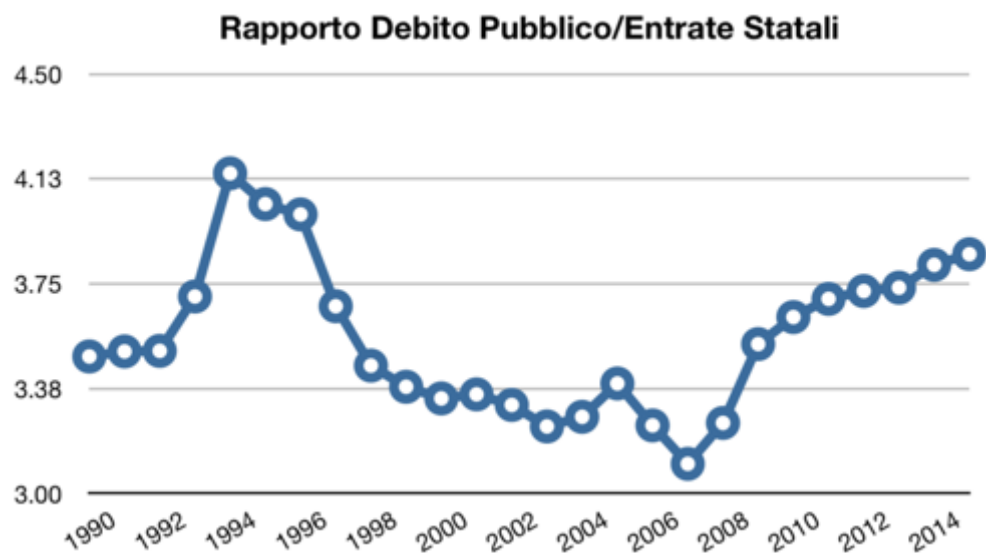
*Figura 3: Curva dei rendimenti - Italia*  
*Fonte: Elaborazione dell'autore su dati SWX*

Quindi, considerando quanto sopra, si può affermare che adesso va tutto bene? Certamente l'Italia se la sta cavando piuttosto bene rispetto ai timori che l'autore aveva nel 2013, ma bisogna tenere presente alcuni fatti:

1. Il peso delle prestazioni sociali in denaro rispetto alle entrate complessive dello Stato è aumentato rispetto al 2013, assestandosi intorno al 42,5%. Come si è notato nell'articolo del 2013, queste prestazioni sono frutto del profilo demografico dell'Italia e rimangono pressoché intoccabili. Rispetto al passato (nel 1990 contavano per appena il 31% delle entrate), questa situazione lascia molto meno spazio di manovra se i tassi d'interesse dovessero aumentare;
2. Il rapporto debito pubblico/entrate statali, proposto nell'articolo del 2013 come misura alternativa al solito rapporto debito/Pil, ha continuato ad aumentare gradualmente (**Figura 4**). Nel suo studio di qualche anno fa (*This Time is Different*), Rogoff ha notato che un livello di 4,2 volte è generalmente un livello che tale da scatenare una crisi per un paese debitore. È interessante notare nel contesto dell'Italia del 2016 che una crisi del settore

bancario di una nazione precede di qualche anno una crisi del debito pubblico della medesima nazione;

3. Ovviamente per tutti coloro che sono stati abituati a ricevere un certo rendimento quando investivano in titoli di Stato, la situazione attuale è alquanto strana. Se l'attuale politica monetaria dovesse creare una condizione in cui anche i depositi bancari generassero rendimenti negativi, ci si potrebbe trovare in una circostanza poco piacevole in cui sia gli attivi delle banche (i prestiti concessi), sia la fiducia dei risparmiatori, risulterebbero compromessi.



*Figura 4: Rapporto Debito Pubblico/Entrate Statali  
Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ISTAT*

Considerando quanto sopra, i tassi d'interesse così bassi potrebbero rivelarsi una trappola per l'Italia, che continua a ignorare il crescente peso del proprio debito pubblico. L'inevitabile rialzo per i tassi lascerà sempre meno flessibilità per effettuare le riforme necessarie per tornare alla competitività internazionale, mentre i recenti segni positivi per l'economia potrebbero facilmente essere travolti dall'evoluzione dell'attuale crisi bancaria.

# *È possibile costruire una pensione contributiva?*

(Note economiche)  
di *Gabriele Serafini*

## *Introduzione*

Da almeno venti anni, in Italia, al quesito posto nel titolo si offre una risposta affermativa. La pensione calcolata sulla base dei contributi versati è anzi il sistema di calcolo delle pensioni che le riforme degli ultimi decenni hanno cercato di introdurre in Italia. Uno dei motivi è che il metodo in questione è ritenuto adeguato al calcolo della pensione per il fatto di prevedere che il pensionato riprenderà mediamente i soldi che ha accantonato durante la vita lavorativa. Anche le persone che si rammaricano del fatto che questo porterà ad una contrazione della pensione, rispetto a quanto ricevuto dalle generazioni che godevano di una pensione calcolata col sistema retributivo, convengono comunque sul fatto che, anche se minore, questa pensione sia l'unica sostenibile perché basata proprio sui contributi versati. La pensione di tipo retributivo, invece, ossia quella basata su una percentuale del reddito percepito nell'ultimo periodo lavorativo, dato che in generale è maggiore dei contributi versati da ciascun lavoratore, sarebbe in grado di creare uno sbilancio a favore del pensionato il quale quindi graverebbe, come è stato sino ad oggi, sul lavoro degli occupati. Questi ultimi, inoltre, sono di meno rispetto al passato, mentre i pensionati sono di più rispetto ai decenni precedenti, e i redditi dei lavoratori attuali sono più bassi rispetto a quelli delle generazioni che li hanno

preceduti; tutto perciò fa propendere per una valutazione concorde delle pensioni contributive, con la solita aggiunta del caso: *sad but true*.

Di fronte a questa convinzione, il nostro intervento non vuole provare a scalfirla tramite la parte *sad* da far tornare “allegra”, perché se è *true*, non può essere fatta passare per “falsa”. Il quesito che ci siamo posti, dunque, è questo: siamo sicuri che versando i contributi, il metodo contributivo preveda che essi saranno mediamente ottenuti indietro sotto forma di pensione?

Ossia: è sufficiente versare i contributi su un conto corrente, o altro, dell'INPS, o di altri soggetti, per poi riprenderli indietro? Lasciando da parte ipotesi di fallimento dell'INPS o dello Stato italiano, oppure la morte precoce del pensionato, le cose stanno veramente come si dice che stiano? Se verso i contributi, creo effettivamente solo la somma che riprenderò e nient'altro? E non ci devono essere eventualmente altre condizioni, perché si possa realizzare l'equivalenza fra quanto accantonato e quanto retrocesso nel futuro? E se sono necessarie altre condizioni, esse sono di natura sociale? Oppure sono di natura individuale, come dovrebbe essere nel caso in cui ognuno si creasse la propria pensione e basta, e come sembrerebbe possibile secondo le tesi accompagnatorie delle riforme degli ultimi venti anni?

Nelle prossime righe cercheremo di rispondere a questi quesiti con particolare riferimento all'esistenza o meno di altre condizioni per poter riprendere i soldi versati, indicando contestualmente la natura sociale o individuale delle stesse. Lo faremo però in un modo particolare: procederemo separando alcune delle condizioni di cui i contributi *non* dovrebbero godere, per poter qualificare effettivamente la pensione contributiva come una pensione creata su base individuale. Premettiamo che questa condizione *individuale* è ritenuta necessaria da parte di coloro i quali si sono battuti per l'affermarsi del sistema



contributivo, per far sì che il sistema previdenziale sia sostenibile, ossia possa erogare pensioni in linea coi versamenti eseguiti; pertanto condurremo la enucleazione della nostra tesi, sull'ipotesi che un sistema contributivo dovrebbe prevedere che si ottengano indietro solamente i contributi versati. Anticipiamo sin da ora, però, che nelle prossime righe vedremo come questa intenzione non sia realizzabile perché l'ipotesi di una pensione costruita su base individuale non è realistica.

*Le condizioni da evitare affinché la pensione non sia maggiore dei contributi versati*

In questo paragrafo indichiamo quattro delle condizioni che dovrebbero essere rispettate per poter definire un sistema pensionistico contributivo.

1. Se il sistema previdenziale deve prevedere che si abbiamo indietro le somme versate, i contributi dovrebbero essere contabilizzati al valor nominale e il montante dovrebbe essere pari alla loro somma, mentre la pensione dovrà essere calcolata dividendo lo stesso montante per gli anni che mediamente ci si attende che il pensionato vivrà, ossia percepirà la rendita denominata pensione. Questo significa che, in caso di variazione del potere d'acquisto della moneta – sarebbe a dire inflazione o deflazione -, le somme accantonate ed erogate non dovrebbero essere rivalutate, per evitare di far gravare sulle casse dello Stato, o altrui, un onere non pertinente rispetto all'oggetto della costruzione di una pensione costruita sulla base dei contributi versati. Inoltre, se i contributi fossero rivalutati di un importo calcolato per far mantenere al singolo il potere d'acquisto di differenti periodi passati, i contribuenti/pensionati beneficerebbero, in periodi successivi, di

importi relativi a periodi durante i quali avevano versato contributi di valore monetario differente.

2. Oltre al precedente tipo di adeguamento, i contributi non dovrebbero essere neppure rivalutati, ad esempio, in funzione del rendimento conseguito da una certa gestione collettiva dei contributi, realizzata magari da un fondo pensione, o dall'INPS. Questo perché una rivalutazione anche solo pari al saggio di crescita della ricchezza media prodotta annualmente (il PIL, ad esempio) costituirebbe una rivalutazione a carico di altri soggetti perché derivante, appunto, dalla produzione di ricchezza realizzata dal sistema economico di riferimento (sia esso fondo pensione, gestione separata di un'impresa di assicurazione, oppure PIL).

3. Le somme versate dovrebbero essere accantonate in posti effettivamente gestiti con criteri individualistici, ossia senza possibilità che la certezza della restituzione fosse condizionata dall'esistenza di una qualsivoglia organizzazione sociale in grado di garantire che il tempo intercorrente fra il momento dei differenti versamenti a quello delle differenti erogazioni delle pensioni, possa incidere positivamente o negativamente sulla somma da accantonare.

4. In caso di premorienza durante la vita lavorativa, le somme erogate dovrebbero essere perse definitivamente, anche dai famigliari del soggetto che le ha versate ed è deceduto, altrimenti si verificherebbe una condizione da scongiurare: la finalità previdenziale e non individuale della pensione fondata sui contributi. Questa condizione deriva dal fatto che la pensione deve essere erogata al soggetto che ha versato le somme, e basata sulla sua aspettativa di vita. Nel caso in cui, invece, alcuni potessero godere dei suoi versamenti si ammetterebbe una finalità non individuale della pensione, anche nell'ipotesi di calcolo dell'importo tarato sulla vita media del superstite. Si introdurrebbe cioè una

condizione sociale rilevante per la determinazione della pensione, relativa alla struttura familiare del contribuente e non solo all'importo dei contributi versati.

*Il sistema pensionistico come sistema di natura sociale e non privata*

Le condizioni precedenti ci indicano che, in ultima analisi, seguendo la *ratio* di un sistema contributivo, la pensione dovrebbe essere erogata solo ripartendo la sommatoria dei versamenti precedentemente effettuati.

Tuttavia, dobbiamo sin da ora notare che, anche in questo caso si commetterebbe un errore logico e storico, che fino ad ora avevamo concesso per non privarci di ragionare attorno ad altre questioni: la somma dei versamenti è una questione aritmetica ma la determinazione dell'importo della pensione non lo è. Per poter calcolare la pensione annuale, infatti, è necessario calcolare la "vita media" di ciascuno e, come noto a chiunque si intenda un po' di queste cose, essa è calcolabile in realtà solo per un insieme di persone, mediante l'applicazione della matematica attuariale. Questo significa che la "speranza di vita" espressa in anni (la vita media, appunto) è calcolabile solo per un insieme specificato di persone e poi applicata a ciascun pensionato al momento dell'inizio dell'erogazione della pensione. Intendiamoci: la moltiplicazione del singolo importo annuale della pensione per gli anni attesi di vita residua, dovrebbe essere pari alla somma dei versamenti effettuati durante la vita lavorativa; ma se per calcolare la pensione è necessario disporre degli anni vissuti dalle generazioni precedenti nel territorio sul quale vive il pensionato, per poter stimare la vita media residua – oltre ad ipotizzare una certa costanza o evoluzione delle

condizione demografiche attese – la pensione si manifesta come un fatto *essenzialmente* sociale. Questo significa che anche se la pensione si eroga in funzione dei contributi versati, la sua determinazione è invece una questione di natura sociale, mentre non lo sarebbe solamente in caso di (1) *restituzione totale* delle somme versate, (2) al *momento* del pensionamento e (3) in *unica soluzione*.

Notiamo, del resto, che per esprimere la relazione che lega contributi e pensione si afferma solitamente che la pensione debba essere “funzione” dei contributi, oppure “legata” o “collegata”, oppure espressa “in proporzione” ai contributi, ossia utilizzando espressioni che raramente arrivano ad indicare che la pensione debba essere *identica* ai contributi versati.

Ecco quindi che la costruzione individuale della pensione non è possibile. L'atto stesso di calcolare una pensione necessita di una serie di variabili sociali da quantificare e stimare che la costruzione della pensione sulla base dei contributi versati è nient'altro che una delle possibili soluzioni, sempre sociali, ad un problema di natura previdenziale, non individuale. In tutti i casi, la pensione non è, e non può essere, un fatto individuale e privato. Ben'inteso: anche la pensione eventualmente costruita mediante un contratto assicurativo necessita di questi calcoli attuariali e quindi non è un fatto individuale.

Se, quindi, si vuole calcolare la pensione *sulla base* dei versamenti effettuati, lo si può fare, ma si deve considerare che non si stanno effettivamente *escludendo* tutte quelle condizioni sociali di cui abbiamo trattato e che la rendono un fatto sociale. Le pensioni attualmente previste dopo le riforme che ne hanno decretato il sistema di calcolo contributivo, infatti, sono rivalutabili (condizione 1); è previsto che i contributi siano adeguati all'andamento del PIL (condizione 2); i contributi sono garantiti, per legge (condizione 3); è previsto che, in

caso di premorienza, sia indicato un beneficiario, ossia sia reversibile (condizione 4).

A proposito della condizione 2, circa l'adeguamento all'andamento del PIL, inoltre, pochi si sono accorti che nei diversi anni di recessione che abbiamo appena vissuto, la variazione negativa annuale del PIL avrebbe dovuto ridurre la somma dei contributi versati. Un intervento normativo apposito, invece, ha sterilizzato questo effetto prevedendo che in caso di recessione i contributi non siano decurtati ma la loro rivalutazione sia pari a zero. Anche questo è una rivalutazione *ex lege*, ossia che avrebbe potuto far gridare allo scandalo perché prevedere che i contributi siano aumentati per legge ha inciso sui conti statali; tuttavia lo si è fatto e proprio perché è impossibile seguire, per un sistema pensionistico, una costruzione individuale della previdenza di ciascuno.

Riassumendo, riteniamo che questo caso delle pensioni indichi che non è sempre bene seguire la logica formale, nelle questioni economiche, perché, se riconosciamo che non stiamo perseguendo adeguatamente l'isolamento degli aspetti individuali delle vicende contributive, sarebbe bene acquisirne anche la consapevolezza economica per altri ambiti di interesse. Le vicende economiche, come sosteniamo da tempo sulle pagine di questo Osservatorio, sono infatti essenzialmente sociali e la logica dei fenomeni economici non è necessariamente una logica formale. Non entriamo nel significato della logica formale e neppure nella spiegazione delle strategie di ragionamento, solitamente non logico formali, utilizzate dagli esseri umani; ciò che vogliamo significare, infatti, è che se si deve ragionare sulla sostenibilità della spesa pubblica, non è mai corretto ragionare per compartimenti stagni, ossia come se ogni settore o capitolo del bilancio dello Stato dovesse essere a somma zero; altrimenti, oltre a stabilire una contrazione prospettica della spesa previdenziale mediante la

conversione del sistema pensionistico retributivo in un sistema pensionistico contributivo, per rendere equivalenti i contributi e le pensioni, in ambito finanziario dovremmo ad esempio stabilire che gli interessi passivi sul debito pubblico non siano ripagati ai creditori, perché costituiscono una eccedenza di spesa rispetto alle somme effettivamente prestate allo Stato; oppure, in ambito sanitario, dovremmo sostenere che la spesa sanitaria debba essere pagata direttamente dai cittadini malati che causano la necessità del costo delle cure. Ma aggiungiamo pure che, anche se puntassimo a ridurre tutti questi squilibri parziali, nell'ipotesi - che condividiamo - della necessità di equilibrare nel tempo il bilancio statale, non dovremmo neppure essere orientati verso una riduzione dell'intervento statale in economia; se infatti puntassimo ad una riduzione degli *squilibri contabili* ci staremmo muovendo all'interno di una visione di un mondo ipotizzato in un eterno presente, nel quale non esisterebbero variazioni di ricchezza dovute al susseguirsi di processi produttivi e nel quale vigerebbe un'equivalenza delle differenti forme di finanziamento della spesa (debito, moneta, imposizione fiscale).

Rimanendo al tema di cui abbiamo trattato, la previdenza non è, per natura, una questione individuale perché i contributi versati non potranno mai costituire l'unico importo sulla cui base è erogata una pensione, dato che l'economia è essenzialmente dinamica, nel senso che le grandezze economiche sono sempre da considerare con un indice temporale. Questo è da tenere presente anche quando si ascoltano dei politici che vorrebbero la certezza dell'importo della pensione futura, oppure dell'età pensionabile; le questioni sociali sono mutevoli al variare delle risorse sociali e quindi qualsiasi riforma della previdenza sconta necessariamente un coordinamento con l'insieme delle condizioni riproduttive - o con la parte di esse prese in considerazione -

e non deve mai essere guidata da una ipotesi di possibile isolamento ed autosufficienza del settore previdenziale, pena la certa commissione di errori in un processo di valutazione basato su assunti irrealistici.

## Conclusioni

Ancora un nuovo record per il debito pubblico, a 2.229 miliardi, e non vi sarà accenno di diminuzione né il prossimo mese, né il seguente; solo da giugno, secondo le nostre stime, inizierà a scendere per poi concludere l'anno tra 2.001 e 2.021 miliardi.

Ma la vera novità è che per la prima volta il divario tra le entrate e le uscite statali tende a ridursi; nel primo trimestre del 2016 a fronte di maggiori introiti, si sono avute minori spese rispetto al medesimo periodo del 2015. Il disavanzo è ancora presente, ma si tratta di 9,5 miliardi rispetto ai 35 miliardi dei primi tre mesi del 2015.

Osservato speciale il PIL: il progresso trimestrale dello 0,3% risulta più basso rispetto allo 0,4% dell'anno precedente nello stesso periodo, la produzione industriale è in stallo e sembra di ripercorrere un copione già visto con un inizio d'anno tonico e una dinamica via via calante nel corso dei mesi successivi.

I segnali di un rallentamento globale sono evidenti e gli imprenditori italiani si mostrano più cauti ritardando gli investimenti; se in altri paesi ci troviamo di fronte a un ciclo economico maturo, da noi la ripresa non è mai iniziata e siamo ancora dell'8,4% al di sotto dei livelli pre-crisi.

*Maurizio Mazziero*

### **Stime debito pubblico sino a dicembre 2016**

I modelli previsionali della Mazziero Research indicano un lieve aumento del debito pubblico per il mese di aprile 2016 a 2.233 miliardi (stima con un intervallo di confidenza al 95% compreso tra 2.227 e 2.235 miliardi, il dato ufficiale verrà pubblicato il 15 giugno 2016).

Continuerà a salire sino a maggio quando segnerà un nuovo massimo storico tra 2.250 e 2.258 miliardi, mentre si porterà a fine anno verso un valore compreso tra 2.201 e 2.221 miliardi.

### **Stima spesa per interessi a fine 2016**

La spesa per interessi ha raggiunto a fine marzo 2016 i 21 miliardi di euro; i modelli previsionali della Mazziero Research stimano una spesa totale a fine 2016 pari a 67 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.

### **Invito ad approfondire**

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



## Bibliografia

- Ansa, *Bce, Draghi: "Forze globali frenano inflazione"*, 5 febbraio 2016
- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*
- Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*
- Banca d'Italia, *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*
- Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico
- Banca d'Italia, *Debito delle Amministrazioni locali*
- Banca d'Italia, *Bollettino Economico*
- Banca d'Italia, *Moneta e Banche*
- Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*
- Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
- Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2016 - Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini*, 18 aprile 2016
- Centro Studi Confindustria, *Congiuntura Flash*
- Centro Studi Confindustria, *Scenari economici*
- Centro Studi Confindustria, *Indagine rapida sulla produzione industriale*
- Centro Studi Confindustria, *Le sfide della politica economica*, 17 settembre 2015
- Commissione Europea, *European Economic Forecast – Spring 2016*, 3 maggio 2016
- Corte dei conti, *Audizione della Corte dei conti sul Documento di economia e finanza 2016*, 18 aprile 2016
- Dbrs, *DBRS Confirms Italy at A (low), Stable Trend*, 18 marzo 2016
- Fitch, *Fitch Affirms the Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 6 maggio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Latvia at 'A-'; Outlook Stable*, 6 maggio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Cyprus at 'B+'; Outlook Positive*, 22 aprile 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Italy at 'BBB+'; Outlook Stable*, 22 aprile 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Norway at 'AAA'; Outlook Stable*, 15 aprile 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 15 aprile 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Switzerland at 'AAA'; Outlook Stable*, 8 aprile 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 1 aprile 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Sweden at 'AAA'; Outlook Stable*, 18 marzo 2016
- Fitch, *Fitch Downgrades Finland to 'AA+'; Outlook Stable*, 11 marzo 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Greece at 'CCC'*, 11 marzo 2016
- Fitch, *Fitch Revises Portugal's Outlook to Stable; Affirms at 'BB+', 4 marzo 2016*
- Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 5 febbraio 2016
- Fitch, *Fitch Upgrades Ireland to 'A'; Outlook Stable*, 5 febbraio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Croatia at 'BB'; Outlook Negative*, 29 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB+'; Outlook Stable*, 29 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA'; Outlook Negative*, 22 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016
- Fitch, *Fitch Affirms Malta at 'A'; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016
- Ifiit, *Indice di fiducia sugli investimenti in innovazione tecnologica, Monthly Report*
- Il Sole 24 ore, *Cannata: «Rischio sistemico dal tetto ai titoli di Stato»*, 8 maggio 2016
- Il Sole 24 ore, *Cannata (Mef): da tetto bond potenziale rischio per sistema*, 7 maggio 2016
- Il Sole 24 ore, *Titoli di Stato e banche, duello nella Ue*, 20 aprile 2016
- Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
- Inps, *Osservatorio sul precariato*
- Istat, *Annuario Statistico*

Istat, *Commercio al dettaglio*  
 Istat, *Conti Economici Nazionali*  
 Istat, *Conti Economici Trimestrali*  
 Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*  
 Istat, *Indicatori Demografici*  
 Istat, *Il mercato del lavoro*  
 Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*  
 Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*  
 Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*  
 Istat, *Occupati e disoccupati*  
 Istat, *Pil e indebitamento AP*  
 Istat, *Prezzi al consumo*  
 Istat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*  
 Istat, *Produzione industriale*  
 Istat, *Stima preliminare del Pil*  
 La Repubblica, *Nel debito pubblico i derivati "pesano" quanto i risparmi sui tassi o le privatizzazioni*, 27 aprile 2016  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Circolare Prot. 5619: Determinazione delle cedole di CCT e CCTeu in caso di tassi di interesse negativi*, 21 marzo 2016, pubblicata sulla G.U. n. 70 del 24 marzo 2016  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Rapporto sul debito pubblico 2014*, 30 novembre 2015  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro  
 Moody's, *Moody's changes outlook on Spain's Baa2 rating to stable from positive*, 19 febbraio 2016  
 Reuters, *ECB's Visco argues against risk weighting bank's home debt*, 2 maggio 2016  
 Reuters, *Derivati, Eurostat: effetto negativo per 6,8 miliardi su conti Italia 2015*, 21 aprile 2016  
 Senato della Repubblica, *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2016-18 – Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini*, 3 novembre 2015  
 Standard & Poor's, *Ratings On Italy Affirmed At 'BBB-/A-3'; Outlook Stable*, 13 maggio 2016  
 Standard & Poor's, *United Kingdom Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Remains Negative On Uncertain EU Referendum Vote*, 29 aprile 2016  
 Standard & Poor's, *Norway 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed On Wealthy Economy And Strong Financial Standing; Outlook Remains Stable*, 22 aprile 2016  
 Standard & Poor's, *France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains Negative*, 22 aprile 2016  
 Standard & Poor's, *Kingdom of Spain 'BBB+/A-2' Ratings Affirmed, Despite Political Uncertainty And Budgetary Challenge; Outlook Stable*, 1 aprile 2016  
 Standard & Poor's, *Ratings On Portugal Affirmed At 'BB+/B'; Outlook Stable*, 18 marzo 2016  
 Standard & Poor's, *Ratings On Luxembourg Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 18 marzo 2016  
 Standard & Poor's, *Finland Ratings Affirmed At 'AA+/A-1+'; Outlook Remains Negative*, 18 marzo 2016  
 Standard & Poor's, *Kingdom of Denmark 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed On Strong Balance Sheet; Outlook Stable*, 18 marzo 2016

Standard & Poor's, *Republic of Austria 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed On Expected Improvement In Economic Growth; Outlook Stable*, 18 marzo 2016

Standard & Poor's, *Kingdom of Sweden 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 4 marzo 2016

Standard & Poor's, *Slovak Republic 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 29 gennaio 2016

Standard & Poor's, *Greece Upgraded To 'B-' From 'CCC+' On Reform Progress; Outlook Stable*, 22 gennaio 2016

Standard & Poor's, *Belgium Affirmed At 'AA/A-1+' As Economic Recovery And Reforms Support Its Fiscal And External Positions; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016

Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 8 gennaio 2016

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *La legge di stabilità per il 2016 nel quadro programmatico dei conti pubblici*, 3 febbraio 2016

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'esame del Documento di economia e finanza 2016*, 19 aprile 2016

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Rapporto sulla programmazione di bilancio 2016*, 22 aprile 2016

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Nota sulla congiuntura*, aprile 2016

## **Comitato di Redazione**

*Maurizio Mazziro è un analista finanziario, Socio ordinario SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto nella costruzione di portafogli con ETF ed ETC; profondo conoscitore del mercato delle materie prime, è responsabile del Comitato di Consulenza di ABS Consulting. Fondatore della Mazziro Research, si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione per Istituti Bancari e Aziende, affiancandole nell'attuazione di strategie di copertura dal rischio prezzi. Autore di numerose monografie e libri fra cui la "Guida all'analisi tecnica" e il "Manuale dell'investitore consapevole" viene spesso invitato come esperto in programmi radiotelevisivi.*

*Andrew Lawford, CFA è esperto nella valutazione dei bilanci dei titoli azionari e nell'analisi del mercato delle materie prime, ha collaborato con la società ClubCommodity.com, curando e partecipando a diverse newsletter e conferenze, oltre ad essere stato membro del Comitato Scientifico che ha realizzato COMMIN, COMMODITY INDEX, l'indice europeo sulle materie prime. È attualmente membro del Comitato di Consulenza di ABS Consulting SCF Srl, socio ordinario del CFA Institute e del CFA Society Italy. Autore del "Manuale dell'investitore consapevole".*

## **Direzione scientifica**

*Paola Paoloni è Professore Associato presso l'Università "Niccolò Cusano" di Roma, Facoltà di Economia. Insegna Economia Aziendale ed Economia delle aziende e delle amministrazioni pubbliche.*

*Le sue principali aree di ricerca sono: gestione delle piccole imprese e reporting finanziario, l'imprenditorialità femminile; misurazione e gestione del capitale intellettuale.*

*John Dumay is Associate Professor in Accounting at Macquarie University, Sydney. Originally a consultant he joined academia after completing his Ph.D. in 2008. His thesis won the European Fund for Management Development and Emerald Journals Outstanding Doctoral Research Award in the Knowledge Management category. John's research specialties are intellectual capital, knowledge management, non-financial reporting, research methods and academic writing. John has published over 40 peer reviewed articles in leading academic journals. He is also the Australasian Editor of the Journal of Intellectual Capital, Associate Editor of the eJournal of Knowledge Management and on the Editorial Board of Advice of the highly regarded Accounting, Auditing and Accountability Journal and several other international accounting journals.*

*Andrea Scozzari is Associate Professor of Mathematical Methods of Economics, Finance and Actuarial Sciences at the Faculty of Economics of Niccolò Cusano University in Rome, where he currently teaches Calculus and Mathematical Finance. He holds a Ph.D. in Operations Research from Sapienza University of Rome. His main research areas include mathematical programming and network optimization with application to portfolio selection, biproportional allocation, political districting and facility location problems.*

*Gabriele Serafini è ricercatore universitario e docente di Storia del pensiero economico e Statistica economica presso la Facoltà di Economia dell'Università Niccolò Cusano di Roma. I suoi interessi scientifici concernono le teorie della produzione e dei meccanismi di formazione dei prezzi, sia in relazione alla loro coerenza interna che alla loro evoluzione storica.*

*Aino Kianto - Lappeenranta University of Technology*

*Sladjana Cabrilo - holds PhD in Industrial Engineering and Engineering Management, M.Sc. in Industrial Engineering and Management and M.Sc. in Electrical Engineering at the University of Novi Sad (Serbia). She is Associate Professor in Knowledge Management and Technology and Innovation Management at I-Shou University (Taiwan, R.O.C). Her major research areas are knowledge management, intellectual capital, innovation, creativity and change management. Since 2010 her major research theme has been to explore the linkages between KM, IC, and innovation in order to capitalize IC for innovation through more effective innovation strategies and foster intangible innovation potential in the knowledge era. Her rich experience includes participation in scientific and industry-related projects, publishing more than 60 academic articles, papers, books and book chapters, and holding lectures and presentations worldwide. Some of these were held at the George Washington University (Washington DC, USA), the World Bank (Paris), the Global Forum (Washington DC, USA) and the Austrian Development Bank (Vienna, Austria). Prof. Cabrilo has delivered key note speeches and acted as a track chair in several international conferences. She is a member of The New Club of Paris, a Committee member of the European Conference on Intellectual Capital and a member of IC Group at Regional Chamber of Commerce (Republic of Serbia).*

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

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

Vanzago, 16 maggio 2016

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

<i>Italia: economia a fine 2015</i>	17 febbraio 2016
<i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 novembre 2015
<i>Italia: economia a metà 2015</i>	16 settembre 2014
<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

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

# QUADERNO DI RICERCA

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

Anno VI, Numero 2; ISSN 2283-7035

## Italia 1 trim 2016 - Pil debito & Co

**MAZZIERO RESEARCH**

Copyright ©2016 – Tutti i diritti riservati