

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2016 – Tutti i diritti riservati

Italia economia a metà 2016

*Osservatorio trimestrale
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno VI - Numero 3

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 2.252 miliardi?</i>	Pag. 11
I contributi per la stabilità	Pag. 12
Le entrate e le uscite	Pag. 13
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 14
<i>Stima spesa per interessi a fine 2016</i>	Pag. 15
<i>Finestra sui derivati di Stato</i>	Pag. 16
<i>Osservatorio Quantitative Easing</i>	Pag. 18
<i>Quanto rende investire in Bot</i>	Pag. 19
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 22
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 23
L'inflazione	Pag. 27
La disoccupazione	Pag. 31
Approfondimenti	Pag. 36
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 36
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 40
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

*Oggi, più che mai, le persone colte
hanno il dovere di seminare dubbi,
non di raccogliere certezze.*
Norberto Bobbio

Introduzione

La XXIII edizione del Quaderno di Ricerca Mazziero Research si mantiene focalizzata sul debito pubblico e la crescita del PIL, ma non manca di fornire utili chiavi di lettura sull'andamento del mondo del lavoro, in merito agli effetti del Jobs Act, e sull'analisi delle varie voci che compongono gli indici dei prezzi al consumo.

È un lavoro di ricerca che si sviluppa a flusso continuo nei mesi che precedono la pubblicazione dell'Osservatorio e che punta a scavare all'interno dei numeri ufficiali sino a comprendere ciò che muove realmente l'economia del nostro Paese.

Al tradizionale Osservatorio, si affianca ormai mensilmente la pubblicazione delle stime del debito pubblico sino a fine anno, che vengono inviate alla stampa, oltre che agli istituti di ricerca del nostro Paese, e che possono essere inoltrati gratuitamente a tutti coloro che ne fanno richiesta alla Mazziero Research.

Anche in questo numero troverete un Riquadro che aiuta a comprendere a cosa corrispondano i 2.252 miliardi di debito attraverso grandezze a noi più note.

Molto interessanti anche gli approfondimenti per comprendere cosa si nasconde dietro il salvataggio di Monte dei Paschi e per capire i problemi associati alla remunerazione della produttività.

Buona lettura.

Maurizio Mazziero

I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Stabile	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+	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	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	A-	Stabile	A-	Stabile	A3	Stabile	BBB-	Stabile
Lussemburgo	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Malta	BBB+	Positivo	A	Stabile	A3	Stabile	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	AA	Negativo	AA	Negativo	Aa1	Negativo	A+	Stabile
Slovacchia	A+	Stabile	A+	Stabile	A2	Stabile	NA	NA
Slovenia	A	Stabile	BBB+	Positivo	Baa3	Positivo	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

- 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.
- 20 maggio 2016, Fitch conferma l'Estonia ad A+, con outlook stabile.
- 20 maggio 2016, S&P conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 27 maggio 2016, S&P conferma la Lettonia ad A-, con outlook stabile.
- 3 giugno 2016, Moody's declassa la Finlandia ad Aa1, con outlook stabile.
- 3 giugno 2016, S&P conferma l'Irlanda ad A+, con outlook stabile.
- 10 giugno 2016, S&P conferma l'Estonia ad AA-, con outlook stabile.
- 10 giugno 2016, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 10 giugno 2016, Fitch conferma il Regno Unito ad AA+, con outlook stabile.
- 17 giugno 2016, S&P promuove la Slovenia ad A, con outlook stabile.
- 17 giugno 2016, Fitch conferma l'EFSF ad AA, con outlook stabile.
- 17 giugno 2016, Fitch conferma l'ESM ad AAA, con outlook stabile.
- 24 giugno 2016, Moody's declassa l'Austria ad Aa1, 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

- 27 giugno 2016, S&P declassa il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 27 giugno 2016, Fitch declassa il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 30 giugno 2016, S&P declassa l'Unione Europea ad AA, con outlook stabile.
- 1 luglio 2016, Fitch conferma il Belgio ad AA, con outlook negativo.
- 8 luglio 2016, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 8 luglio 2016, S&P conferma l'EFSF ad AA, con outlook negativo.
- 15 luglio 2016, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 15 luglio 2016, S&P conferma la Croazia a BB, con outlook negativo.
- 15 luglio 2016, Fitch conferma l'Irlanda ad A, con outlook stabile.
- 22 luglio 2016, S&P conferma la Grecia a B-, con outlook stabile.
- 29 luglio 2016, S&P conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 29 luglio 2016, Fitch conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 29 luglio 2016, Fitch conferma la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 29 luglio 2016, Fitch conferma la Croazia a BB, con outlook negativo.
- 5 agosto 2016, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 12 agosto 2016, Fitch conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 19 agosto 2016, Fitch conferma il Portogallo a BB+, con outlook stabile.
- 2 settembre 2016, S&P conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 2 settembre 2016, Moody's conferma Malta ad A3, con outlook stabile.
- 2 settembre 2016, Fitch conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 2 settembre 2016, Fitch conferma la Grecia a CCC.
- 16 settembre 2016, Moody's promuove la Slovenia a Baa3, con outlook positivo.
- 16 settembre 2016, S&P promuove la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 16 settembre 2016, S&P conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 16 settembre 2016, S&P conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 16 settembre 2016, S&P conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 16 settembre 2016, S&P conferma il Portogallo a BB+, con outlook stabile.

Il debito pubblico

(Millioni di Euro)	2015		2016	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.166.858	30.956	2.191.499	21.644
Febbraio	2.170.192	3.334	2.214.858	23.359
Marzo	2.185.484	15.292	2.228.748	13.890
Aprile	2.195.805	10.321	2.230.845	2.097
Maggio	2.219.231	23.426	2.241.804	10.959
Giugno	2.204.635	-14.596	2.248.823	7.019
Luglio	2.200.159	-4.476	2.252.220	3.397
Agosto	2.184.671	-15.488		
Settembre	2.191.659	6.988		
Ottobre	2.211.780	20.121		
Novembre	2.211.882	102		
Dicembre	2.169.855	-42.027		
Incremento		33.953		82.365

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

I fatti

- Debito a luglio 2016: 2.252 miliardi; nuovo record storico.
- L'incremento del debito nel 2016 è di 82 miliardi, nello stesso periodo del 2015 era stato di 64 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2016, è di 40.508 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 952 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 73,2%, ben oltre il doppio dell'inflazione che è stata del 32,7%.

Il commento

Record dopo record il debito è arrivato a superare i 2.250 miliardi di euro, ben 82 miliardi in più rispetto alla chiusura dello scorso anno; da gennaio a luglio i cittadini italiani hanno visto accrescere il loro debito di 387 milioni al giorno, che corrispondono a 16 milioni all'ora, il che vuol dire 270 mila euro al minuto.

La buona notizia è invece che da questo momento il debito inizierà a scendere, con un forte arretramento che dovrebbe portare il debito intorno a 2.226 miliardi già dal mese prossimo (**Figura 1**) e dopo un ulteriore saliscendi dovrebbe concludere l'anno tra 2.205 e 2.218 miliardi (**Riquadro 1**).



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

Tuttavia la tanto auspicata diminuzione del debito non vi sarà quest'anno, è sufficiente osservare la **Figura 1** per notare che rispetto alla chiusura dell'anno scorso a 2.170 miliardi ci troveremo a fine 2016 almeno una cinquantina di miliardi al di sopra.

Eppure il ministro Padoan ha confermato in più occasioni, che il 2016 sarà l'anno della riduzione del debito pubblico; come è possibile un'affermazione così contrastante con i dati reali che vengono qui illustrati?

Il distinguo, con un po' di malizia, riguarda non il debito pubblico in cifra assoluta, ma il rapporto debito/PIL; in base alle stime di aumento del prodotto interno lordo, questo dovrebbe aumentare quel tanto che basta per ridurre il rapporto debito/PIL rispetto all'anno scorso.

Peccato che le cose non sembrano andare per il verso giusto e quindi la crescita estremamente debole potrebbe vanificare anche questo obiettivo minimale (si veda la sezione dedicata al prodotto interno lordo).

Riquadro 1

Stime debito pubblico sino a dicembre 2016

Debito pubblico ad agosto 2016:
2.226 miliardi (in forte riduzione)

Intervallo confidenza al 95%:
compreso tra 2.222 e 2.229 miliardi

Dato ufficiale verrà pubblicato il:
14 ottobre 2016

Debito pubblico a fine 2016:
compreso tra 2.205 e 2.218 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il:
13 gennaio 2017

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflaz. IPCA
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,30%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,60%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,80%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,30%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	2,20%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,20%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	2,00%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,50%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,80%
Anno 2010	1.851.213	89.984	5,11%	1,60%
Anno 2011	1.907.479	56.266	3,04%	2,90%
Anno 2012	1.989.421	81.942	4,30%	3,30%
Anno 2013	2.069.692	80.271	4,03%	1,30%
Anno 2014	2.135.902	66.210	3,20%	0,20%
Anno 2015	2.169.855	33.953	1,59%	0,10%
Luglio 2016	2.252.220	82.365	3,80%	
Incremento		951.879	73,20%	32,70%

*Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a luglio 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Il problema è che se per rendere più sostenibile il debito non lo si riduce tagliando la spesa, ma si spera in una crescita, sempre rimandata in questi anni, non si riuscirà mai a conseguire un suo concreto abbattimento che possa ridurre quei 70 miliardi l'anno buttati al vento per pagare gli interessi.

Ma la riduzione della spesa, la cosiddetta *spending review* scomparsa dai radar della comunicazione, è un tema che non interessa a chi governa, perché ridurre la spesa corrisponde a prosciugare quei rivoli di denaro che portano consenso.

Ne consegue che ogni volta che si recuperano delle somme creando maggiore efficienza, ciò che si risparmia viene subito destinato a nuove spese; Roberto Perotti, intervistato da Federico Fubini sul Corriere della Sera (cit. in Bibliografia), conferma che, quando lui fu consulente alla riduzione della spesa, per 25 miliardi di riduzione dei capitoli di spesa, ne furono aumentati altrettanti in maniera equivalente e quindi nel complesso la spesa pubblica non diminuì.

Insomma niente di nuovo sotto il sole, alla riduzione alla spesa si sono succeduti Bondi, Canzio, Cottarelli, Gutgeld (affiancato da Perotti) ma se si mettono in sequenza i Documenti di Economia e Finanza (DEF) si può osservare che la spesa pubblica in termini assoluti è sempre aumentata (si veda anche la Tabella 6 a pag. 13 dello scorso Osservatorio e relativa al Conto economico delle Pubbliche Amministrazioni).

Quanti sono 2.252 miliardi?

MR **Mazziero
Research**
Ricerca finanziaria indipendente

Allineando banconote da 50 euro una dietro l'altra si coprirebbero 10.780 volte la distanza Milano-Roma

Un FrecciaRossa dovrebbe viaggiare oltre 3 anni e 8 mesi, 24 ore su 24, per coprire la medesima distanza.



I contributi per la stabilità

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

*Tabella 5: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino a luglio 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Nella **Tabella 5** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia; la **Tabella 6** riporta invece il dettaglio del sostegno finanziario per anno e per Paese. Non vi sono variazioni dai valori di fine 2015.

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
Totale (per strumento e paese)	25,1	3,5	5,2	33,9	10,0	14,3	58,2

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

(1) I dati si riferiscono al primo bimestre.

*Tabella 6: Sostegno finanziario italiano all'Eurozona suddiviso per Paese
(Audizione Governatore Banca d'Italia I. Visco al Senato, 21 aprile 2015)*

Riquadro 3

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

Contributi EFSF: versamenti al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

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

Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2015			2016		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	34.024	19.487	14.537	35.938	12.177	23.761
Febbraio	28.012	55.006	-26.994	32.763	64.658	-31.895
Marzo	32.569	55.390	-22.821	30.346	31.728	-1.382
Aprile	32.775	47.390	-14.615	30.769	39.198	-8.429
Maggio	33.292	40.020	-6.728	38.353	27.771	10.582
Giugno	47.288	41.280	6.008	48.735	60.554	-11.819
Luglio	41.199	42.122	-923	49.172	36.368	12.804
Agosto	35.829	55.359	-19.530			
Settembre	33.010	34.408	-1.398			
Ottobre	36.067	34.956	1.111			
Novembre	37.746	51.370	-13.624			
Dicembre	102.330	104.688	-2.358			
Totale	494.141	581.476	-87.335	266.076	272.454	-6.378

Tabella 7: Andamento entrate e uscite statali dal 2015 a luglio 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Da gen. a lug. 2016 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 6,4 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2015 era stato di 51,5 miliardi.
- La media mensile delle entrate da gen. a lug. 2016 è stata di 38,0 miliardi.
- La media mensile delle entrate da gen. a lug. 2015 è stata di 35,6 miliardi.
- La media mensile delle uscite da gen. a lug. 2016 è stata di 38,9 miliardi.
- La media mensile delle uscite da gen. a lug. 2015 è stata di 43,0 miliardi.
- Nei primi 7 mesi del 2016 le entrate tributarie ammontano a 243.858 milioni di euro (+8.901 milioni di euro rispetto al 2015, pari a +3,8%). Le imposte dirette si attestano a 135.716 milioni di euro (+4.741 milioni di euro, pari a +3,6%) e le imposte indirette risultano pari a 108.142 milioni di euro (+4.160 milioni di euro, pari a +4,0%).

Il commento

La **Tabella 7** già ad occhio mostra un cambio di passo nell'andamento tra entrate e uscite; sia i saldi mensili sia il saldo dei primi sette mesi risulta molto diverso tra 2016 e 2015. Nel 2015 la differenza nei primi sette mesi fu di 51,5 miliardi, nel 2016 pur permanendo una differenza negativa, questa si limita a 6,4 miliardi. Questo risultato è stato ottenuto in parte per maggiori entrate per 17 miliardi, nei primi sette mesi, e in parte in minori uscite per 28 miliardi; le sole entrate tributarie sono aumentate di 8,9 miliardi pari al 3,8%.

Nella **Tabella 8** viene riportato lo scostamento medio delle entrate tra 2015 e 2016 che risulta di 2,4 miliardi al mese (maggiori introiti) mentre le uscite risultano inferiori per 4 miliardi al mese (minori spese); ne consegue uno sbilancio positivo nei conti del 2016 rispetto a quelli del 2015 di 6,5 miliardi al mese.

Entrate	Uscite	Differenza
2.417	-4.034	6.451

Tabella 8: Scostamento su media entrate e uscite mensili tra i primi 7 mesi 2015 e 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Lo stock di Titoli di Stato

(Milioni di Euro)	Titoli di Stato	Vita residua	Interessi passivi	Tasso Medio
Anno 2006	1.256.946	6,77	68.578	5,46%
Anno 2007	1.288.578	6,85	77.126	5,99%
Anno 2008	1.356.207	6,82	81.161	5,98%
Anno 2009	1.446.133	7,07	71.288	4,93%
Anno 2010	1.526.334	7,20	68.836	4,51%
Anno 2011	1.586.741	6,99	76.416	4,82%
Anno 2012	1.638.724	6,62	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	20.598	NA
2 Trim. 2016	1.901.075	6,52	14.241	NA
Agosto 2016	1.874.724	6,58	NA	NA

*Tabella 9: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad agosto 2016
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

I fatti

- Circolante titoli di Stato ad agosto 2016 pari a 1.875 miliardi.
- Vita media residua a 6,58 anni, in aumento dai minimi di luglio 2014 a 6,31.
- Spesa per interessi a luglio 2016 pari a 35,6 miliardi, nel 2015 stesso periodo 37,6.
- Spesa per interessi nel 2015 pari a 68,4 miliardi.
- Dal 2006 a luglio 2016 sono stati pagati 783 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi ad agosto: BOT -0,19%, BTP 0,66%, CCT 0,34%.

Il commento

Come usualmente succede, la seconda parte dell'anno si caratterizza per una minore mole di emissioni di titoli di Stato, avendo il Dipartimento del Tesoro provveduto alla ricerca di finanziamento durante il primo semestre dell'anno, sfruttando le tranquille condizioni del mercato.

Riquadro 4

Stima spesa per interessi a fine 2016

Spesa per interessi a luglio 2016: **35,6 miliardi di euro.**

Stime Mazziario Research spesa per interessi a fine 2016: **65,9 miliardi di euro.**

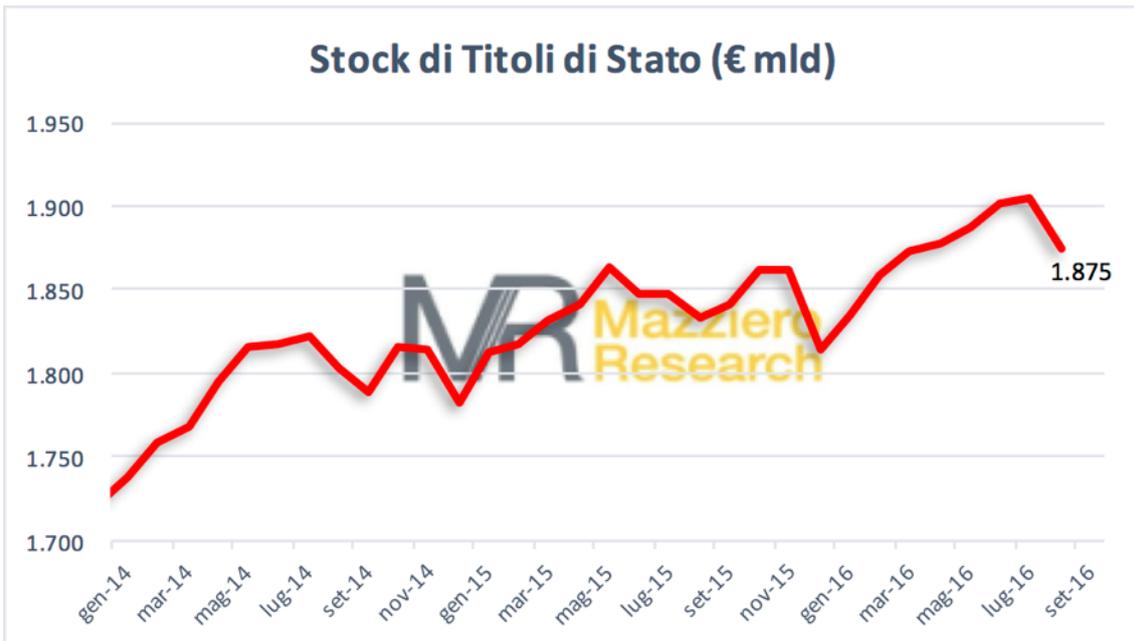


Figura 2: Circolante di Titoli di Stato dal 2014 ad agosto 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

Lo stock di titoli di Stato scende quindi a 1.875 miliardi (**Figura 2**), mentre viene ulteriormente rimodulata la composizione con un aumento ormai ben visibile della durata media del circolante che ha raggiunto i 6,58 anni (**Figura 5**).

L'allungamento delle scadenze, raggiunto attraverso operazioni di concambio ed emissioni di lunga durata, contribuisce a spalmare su un arco temporale sempre più ampio il rimborso dei titoli, in modo da evitare il più possibile tensioni di mercato nel momento della loro sostituzione.

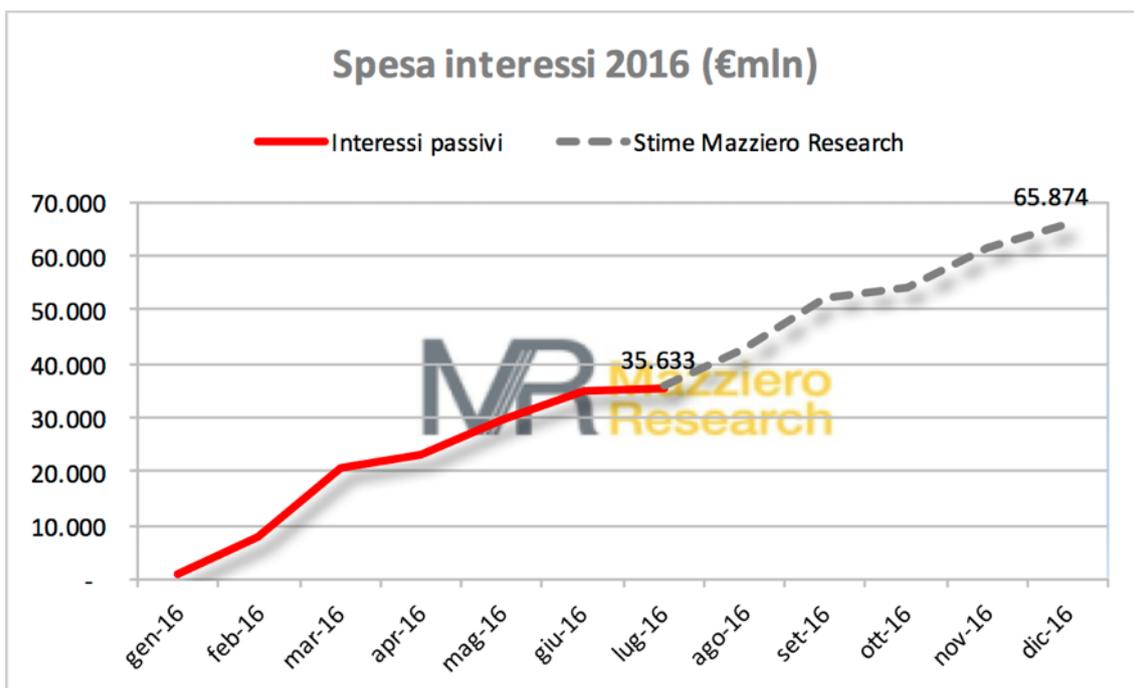


Figura 3: Stima spesa per interessi a fine 2016
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Finestra sui derivati di Stato

TABELLA IV.9: PORTAFOGLIO STRUMENTI DERIVATI – ANNI 2014 E 2015 (milioni di euro)

	31/12/2014				31/12/2015			
Strumenti derivati su debito								
Strumento	Nozionale	In %	MTM	In %	Nozionale	In %	MTM	In %
IRS ex-ISPA	3.500	2,19%	-1.524	3,62%	3.500	2,32%	-1.375	3,75%
CCS (Cross Currency Swap)	21.329	13,37%	1.093	-2,60%	13.771	9,13%	1.570	-4,28%
IRS (Interest Rate Swap) di copertura	12.309	7,71%	643	-1,53%	10.338	6,85%	665	-1,81%
IRS (Interest Rate Swap) di duration	102.948	64,51%	-33.087	78,66%	108.282	71,76%	-31.527	86,01%
Swaption	19.500	12,22%	-9.188	21,84%	15.000	9,94%	-5.988	16,34%
Totale derivati su debito	159.586	100,00%	-42.064	100,00%	150.891	100,00%	-36.655	100,00%
Titoli di Stato in circolazione		1.782.233			1.814.445			
Derivati su debito/Titoli di Stato		8,95%			8,32%			

Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005)

Strumento	Nozionale	MTM	Nozionale	MTM
IRS (Interest Rate Swap)	3.454	-586	2.899	-448

Portafoglio strumenti derivati complessivo

Strumento	Nozionale	In %	MTM	In %	Nozionale	In %	MTM	In %
Derivati su debito	159.586	97,88%	-42.064	98,63%	150.891	98,11%	-36.655	98,79%
Derivati su attivi	3.454	2,12%	-586	1,37%	2.899	1,89%	-448	1,21%
Totale strumenti derivati	163.040	100,00%	-42.649	100,00%	153.790	100,00%	-37.103	100,00%

N.B.: Il valore di mercato (MTM) non include le elaborazioni statistiche operate dalla Banca d'Italia al fine della pubblicazione dei conti finanziari.

Tabella 10: Esposizione in derivati a fine 2015 e raffronto con il 2014
(MEF Dipartimento del Tesoro)

L'esposizione in derivati a fine 2015 era negativa per 37,1 miliardi di euro, 5,6 in meno rispetto all'anno precedente a fronte di un ridimensionamento del nozionale (ammontare dei contratti) ridotto di quasi 10 miliardi a 153,8 miliardi di euro (**Tabella 10**).

Nei giorni della pubblicazione dell'Osservatorio, la Corte dei Conti sta contestando un danno erariale per 4,1 miliardi di euro a Morgan Stanley, invitando a comparire anche alcuni dirigenti del Tesoro che si sono succeduti negli anni (si veda Bibliografia).

Il fatto contestato si riferisce al 2011, nel momento di massima crisi sotto il governo Monti, quando Morgan Stanley invocò la clausola di estinzione anticipata di alcuni contratti derivati con il conseguente versamento di 3,1 miliardi da parte dello Stato italiano, pari all'ammontare negativo (mark to market) dei contratti stessi.

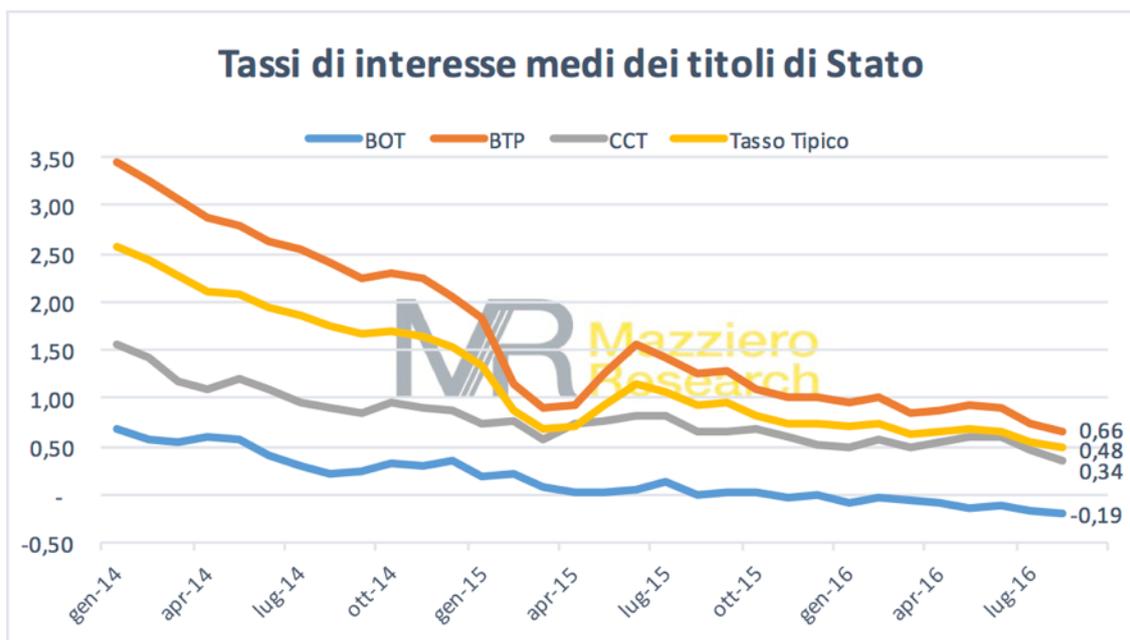


Figura 4: Tassi di interesse medio dei Titoli di Stato da gen. 2014 ad aprile 2016 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Da questo numero dell'Osservatorio, abbiamo ampliato la finestra delle scadenze monitorata (**Figura 7**) portandola sino al 2030, ma questo orizzonte temporale non riesce comunque ad abbracciare l'intero spettro delle emissioni di titoli di Stato in quanto queste si prolungano sino al 2047; a solo titolo di curiosità le scadenze tra il 2031 e il 2047 comprendono titoli per un nominale di 232 miliardi.

Ma la scadenza del 2047 potrebbe venire presto superata qualora il Dipartimento del Tesoro riuscisse a portare in collocamento un BTP a 50 anni; possibilità che viene prospettata già da qualche tempo, a scopo di preparare il mercato.

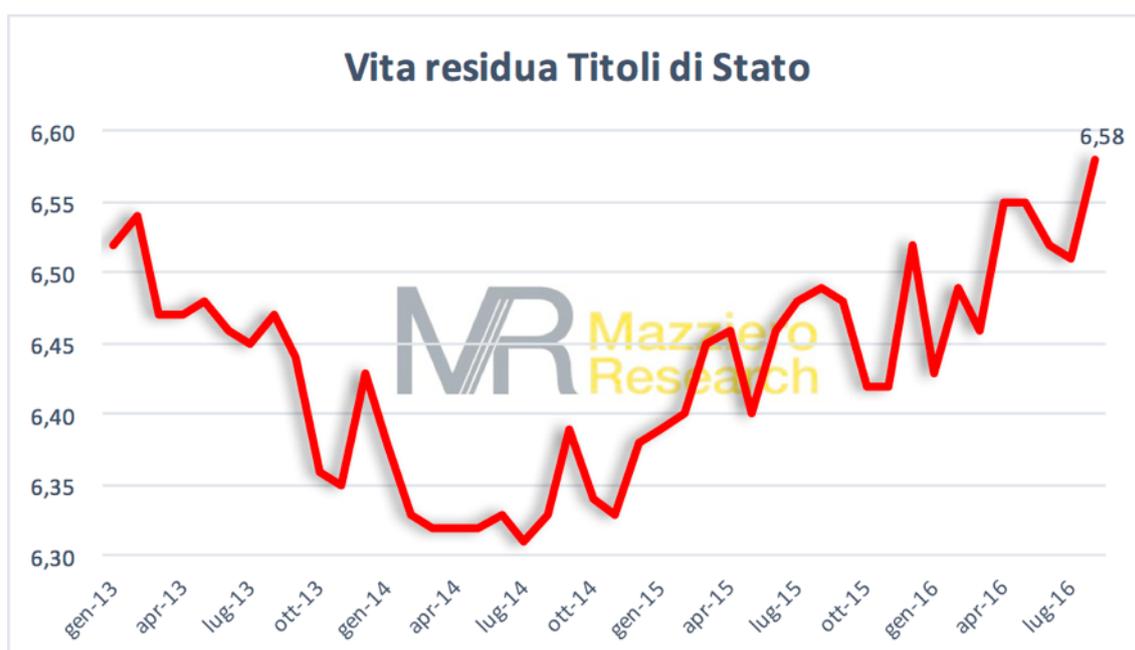


Figura 5: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 ad agosto 2016 (Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

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, iniziati l'8 giugno 2016, riguardano titoli investment grade (rating minimo BBB- per almeno una delle tre maggiori agenzie di rating), denominati in euro, con una scadenza residua da sei mesi a 30 anni e potranno arrivare sino al 70% della singola emissione; sull'ammontare mensile degli acquisti non è stata data un'indicazione precisa ma potrebbe essere compreso tra i 5 e 10 miliardi.

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.

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 agosto 2016

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: 164,532 miliardi.
- Durata media finanziaria: 9,2 anni.
- In agosto gli acquisti di titoli di Stato italiani sono stati pari a 8,476 miliardi
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 1.004,710 miliardi.

Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 11** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse dell'asta del 12-13 settembre calcolato dal MEF pari al -0,175%.

Elenco costi	Rendimento BOT Annuale	-0,1750%
Ritenuta fiscale	0,0000%	
Bollo conto titoli	0,2000%	
Commissione bancaria	0,1500%	
Decurtazione da inflazione	0,0000%	
	Costi	0,3500%
	Rendimento netto	-0,5250%

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

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

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

Visto che la tassazione è anticipata, ne consegue che 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 -0,1%, 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 11** mostra che a fronte di un rendimento lordo del -0,175% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,525%.

Investimento in BOT		1.000,00
Rendimento BOT Annuale	-	1,75
Costi		3,50
Rendimento netto	-	5,25

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

La **Tabella 12** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno -1,75 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 3,5 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 5,25 euro di tasca propria.



*Figura 6: Titoli di Stato in scadenza sino a giugno 2017 (€mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

In effetti non vi sono mai state condizioni più favorevoli, grazie alla forte pressione di acquisto da parte della BCE (**Riquadro 6**), i rendimenti dei titoli sono a livelli frazionali (**Figura 4**) e chi investe in BOT dopo un anno si trova con spese per 5,25 euro ogni mille, anziché ricevere la remunerazione del suo prestito allo Stato (**Riquadro 7**). Ovviamente queste condizioni aiutano ad abbassare la spesa per interessi, nel momento in cui le vecchie emissioni giungono a rimborso, ed ora il beneficio si inizia ad avvertire in modo concreto: dal 2014 quando furono pagati circa 74 miliardi in interessi, l'anno scorso si scese a 68 e le nostre stime prevedono un fine 2016 intorno a 66 miliardi di spesa per interessi (**Figura 3 e Riquadro 4**).



*Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino al 2030 (€mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

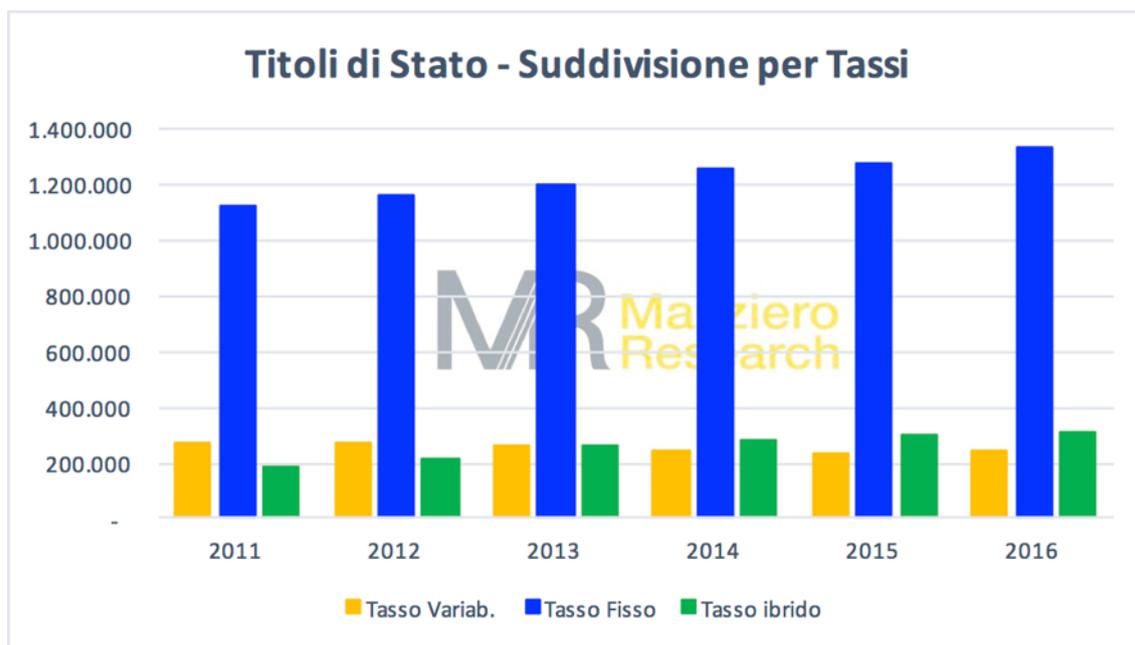


Figura 8: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato dal 2011 ad agosto 2016
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La detenzione dei titoli di Stato da parte della Banca Centrale ha raggiunto a marzo 2016 il 10% (**Figura 9**) solo un anno prima era al 5,9%; diminuisce nel contempo la quota in mano alle banche che passano dal 21,2% di un anno fa, al 20,2% del marzo scorso.

Medesima tendenza per la detenzione di titoli di Stato da parte degli altri sottoscrittori (principalmente privati cittadini) che passa in un anno dal 30,9% al 28,5%. Variazioni più contenute invece per tutte le altre categorie.

Si potrebbe quindi riassumere che le azioni del Quantitative Easing attuate dalla BCE corrispondono ad acquisti principalmente delle quote detenute dalle banche, liberandone i bilanci, e nei confronti dei cittadini, che a questo punto prendono profitto dall'apprezzamento in conto capitale delle obbligazioni. Il rovescio della medaglia è costituito dal fatto che la BCE sta diventando uno dei principali sbocchi per le emissioni governative, comprando titoli di Stato a rendimenti negativi che lei stessa ha spinto in tale territorio dall'imponente acquisto e che una volta giunti a scadenza determineranno delle minusvalenze nel bilancio della Banca Centrale, dato che il rimborso nominale sarà inferiore al prezzo pagato.

Siamo di fronte a una distorsione del funzionamento del mercato finanziario, attuata dalle varie banche centrali nel mondo, che non ha pari per dimensione e durata e su cui probabilmente nessuno è disposto a scommettere a cosa porterà.

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
117.069	-	124.491	33.693	1.292.835
BTP €i	BTP Italia	BTP atipici	Estero €	Estero Valuta
153.146	102.831	413	47.929	2.316

Tabella 13: Composizione dei Titoli di Stato ad agosto 2016 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

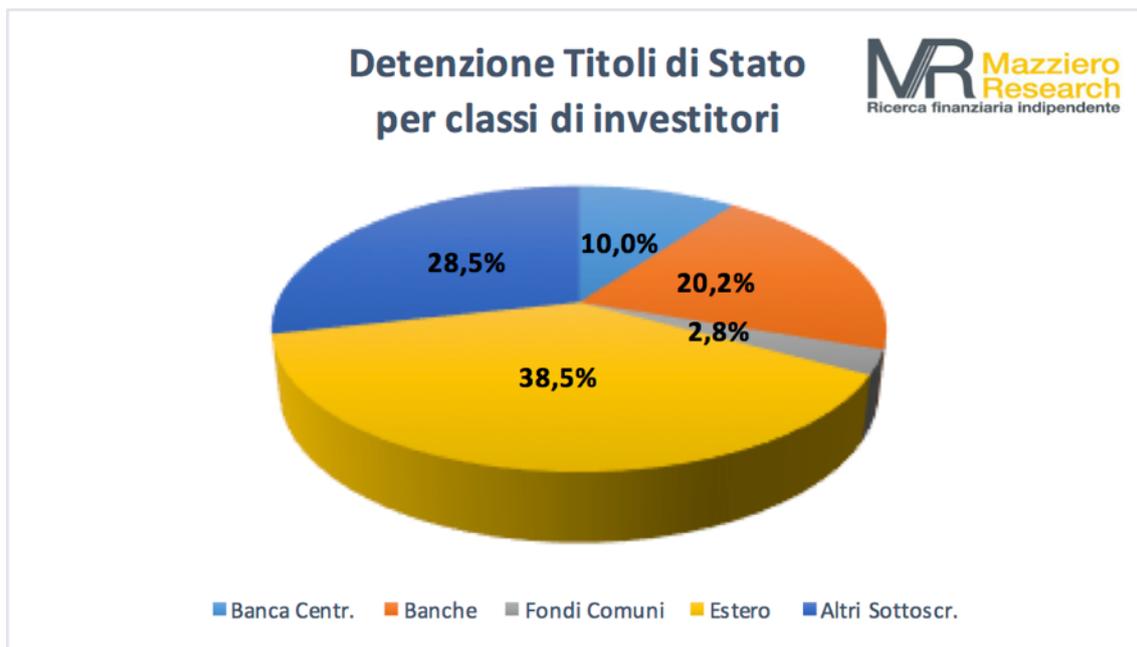


Figura 9: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori a marzo 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	31.665		24%
Riserve verso FMI	2.005		1%
Diritti speciali prelievo	6.417		5%
Oro	93.022		69%
Altre attività di riserva	1.116		
Totale Riserve		134.256	100%

Tabella 14: Riserve Banca d'Italia ad agosto 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Le riserve ufficiali ad agosto 2016 ammontano a 134 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad aprile 2016 è un aumento di circa 5,4 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 69% delle riserve totali.

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%	0,80%
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)	1.651.099	14.727	2.175.888	2,30%	133,00%	0,90%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	60.320	2.183.155	2,00%	131,70%	1,00%
Anno 2018 (st.FMI)	1.753.075	41.656	2.186.394	0,60%	128,70%	1,25%
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	2.194.833	2,30%	132,80%	1,00%
Anno 2017 (st.OCSE)	1.675.874	23.138	2.210.478	2,00%	131,90%	1,40%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti

Tabella 15: 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 2° trimestre il PIL resta invariato rispetto al trimestre precedente.
- 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 luglio è aumentata dello 0,6%; nel medesimo periodo dell'anno scorso era salita dello 0,7%.
- La produzione industriale nel mese di luglio è aumentata dello 0,4% rispetto a giugno.

Il commento

“L'economia italiana ha interrotto la fase di crescita” così si è espressa l'Istat nella sua nota mensile di agosto; da parte nostra ci viene in mente una pubblicità degli anni ottanta in cui una bimba diceva: “già fatto?”. È quindi già terminata la ripresa?

Ci saremmo aspettati che dopo 14 trimestri negativi, la crescita fosse più tonica e soprattutto più duratura; invece nel 2015 si sono succedute variazioni trimestrali dello 0,4%, 0,3%, 0,2% e 0,2% (il passo del gambero), nel 2016 abbiamo iniziato bene con un +0,3% e poi di nuovo indietro allo 0% (**Tabella 16**).

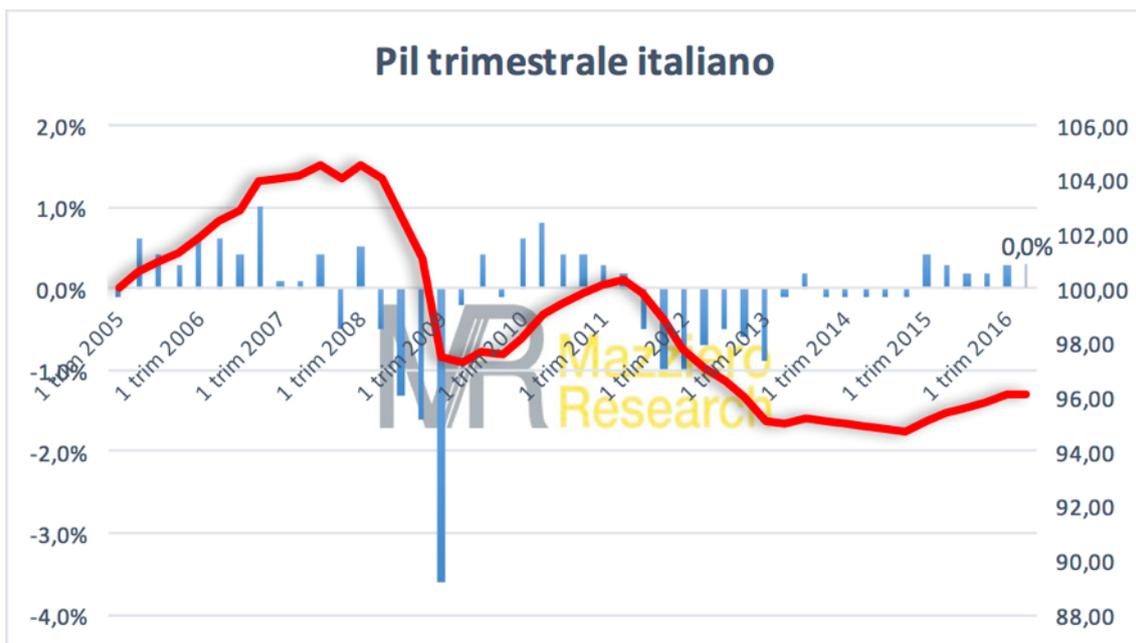


Figura 10: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 2 Trim. 2016
(Elaborazione su dati Istat)

Naturalmente non siamo ingenui; sappiamo benissimo che i dati, specialmente nei punti di svolta, si susseguono in modo altalenante senza che ciò impedisca il ritorno in carreggiata nei trimestri successivi.

La nostra attenzione punta piuttosto sul fatto che, con questi numeri, per parlar di crescita ci vuole un bel coraggio! Il nostro PIL è ancora inferiore dell'8,4% rispetto al livello raggiunto nel primo trimestre del 2008 e la curva di recupero appare molto morbida (**Figura 10**); Confindustria nei suoi Scenari Economici ha ricordato che i livelli pre-crisi, secondo le stime di crescita del Fondo Monetario Internazionale, non li vedremo prima del 2028. Abbiamo perso un ventennio, quasi lo spazio di una generazione.

Dal 2000 al 2015 il PIL italiano è sceso dello 0,5%, evidenziano gli Scenari Economici di Confindustria, quelli tedesco e francese sono aumentati del 18% e lo spagnolo del 24%; per riagganciare il sentiero di crescita del 2007 dovremmo crescere al 2,5% l'anno dal 2018 al 2040, un sogno irrealizzabile per la misura e soprattutto per la continuità necessaria.

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	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
2015	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%
2016	0,3%	0,0%		

Tabella 16: PIL trimestrale dal 2005 al 1 Trim. 2016
(Elaborazione su dati Istat)

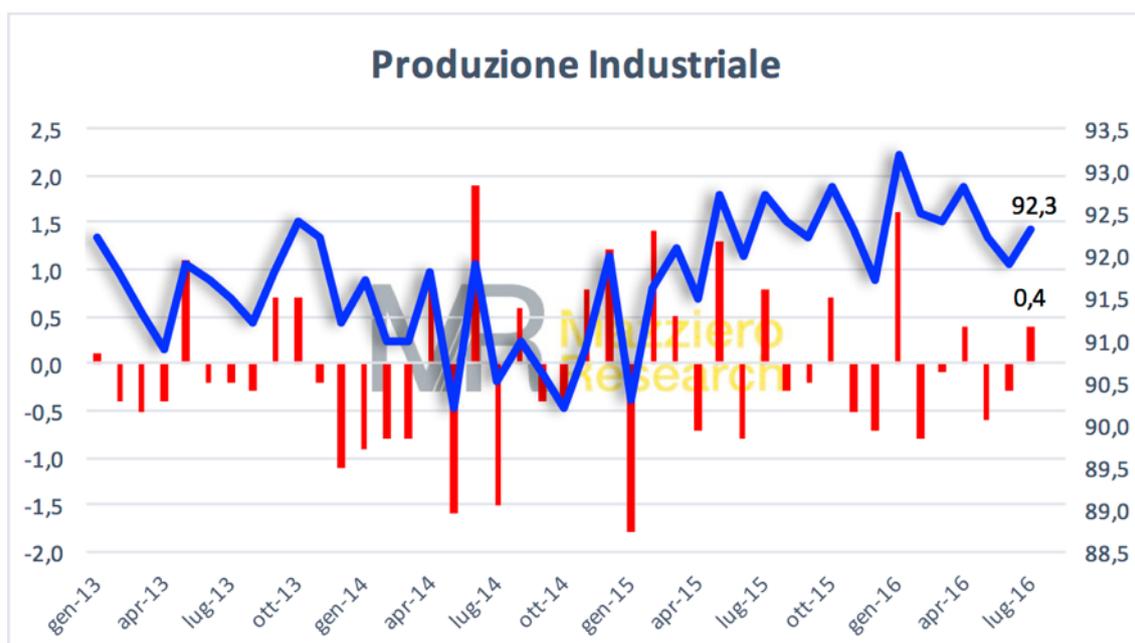


Figura 11: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a lug. 2016
(Elaborazione su dati Istat)

Tornando ai recenti dati del PIL, la **Tabella 17** mostra i contributi dei vari aggregati e nell'ultima colonna riquadrata in rosso si possono osservare le variazioni dell'ultimo trimestre; è sufficiente un semplice confronto dei valori percentuali con quelli dei trimestri precedenti per comprendere che da marzo a giugno 2016 il paese è rimasto sostanzialmente fermo.

Contrastante la produzione industriale (**Figura 11**) che sembrerebbe mostrare qualche segno di vitalità in più, ma che ancora però stenta a decollare.

È evidente che a fronte di questi dati il Governo si troverà presto nella condizione di dover rivedere al ribasso la crescita, portandola dall'1,2% allo 0,9 o allo 0,8%; sui livelli dello scorso anno, sperando che nell'ultima parte dell'anno i risultati siano un po' più brillanti.

CONTRIBUTI ALLA VARIAZIONE CONGIUNTURALE DEL PIL * (III trim. 2015 - II trim. 2016).

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

AGGREGATI	III/2015	IV/2015	I/2016	II/2016
Domanda nazionale al netto delle scorte	0,4	0,5	0,4	-0,1
- Consumi finali nazionali	0,4	0,3	0,3	0,0
- spesa delle famiglie residenti e delle ISP	0,3	0,2	0,2	0,0
- spesa della P.A.	0,1	0,1	0,0	-0,1
- Investimenti fissi lordi	0,1	0,2	0,1	0,0
Variazione delle scorte e oggetti di valore	0,1	-0,4	0,2	-0,1
Domanda estera netta	-0,3	0,1	-0,3	0,2
Prodotto interno lordo	0,3	0,2	0,3	0,0

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

Tabella 17: Contributi degli aggregati PIL alle variazioni trimestrali
(Fonte: Istat)

Non si può escludere, infine, che anche l'obiettivo di riduzione del rapporto debito/PIL, di cui abbiamo parlato nella sezione sul debito, debba essere abbandonato per sopravvenute difficoltà.

Certo è abbastanza sconcertante dover constatare che nemmeno le irripetibili condizioni favorevoli di bassi tassi di interesse, Quantitative Easing e bassi costi dell'energia siano riusciti a fornire la spinta decisiva al nostro Paese.

Riquadro 8

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.

L'inflazione

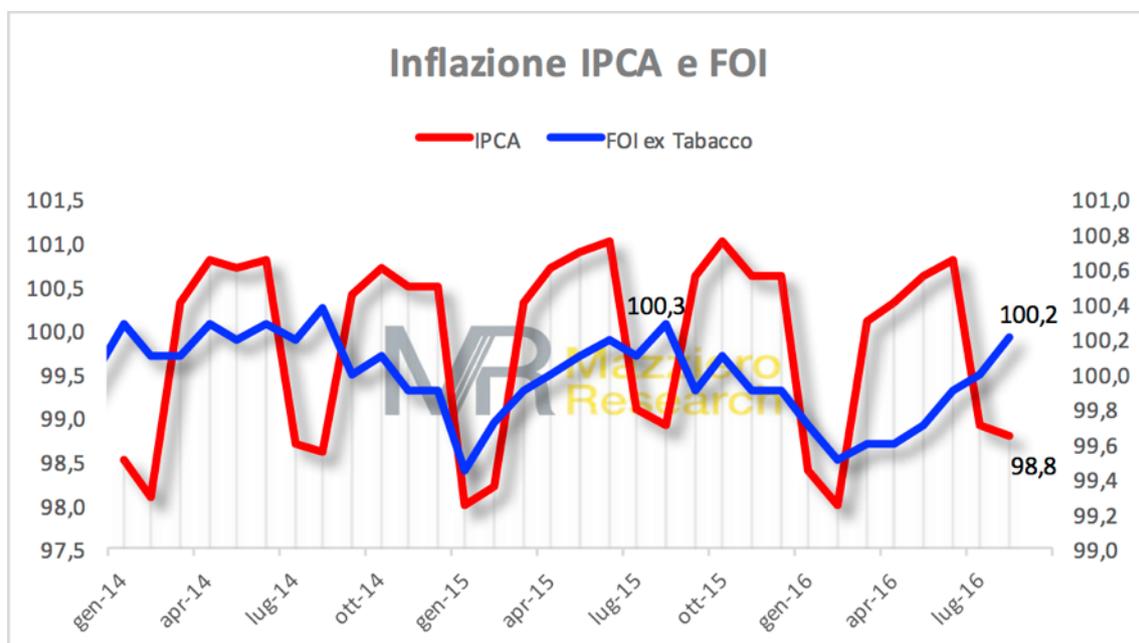


Figura 12: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2014 ad agosto 2016
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso di inflazione IPCA ad agosto è pari al -0,1%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2016 è pari allo 0%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 98,8.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 100,2.

Il commento

L'inflazione si mantiene bassa, l'indice IPCA resta in campo negativo seppur al di sopra del -0,4% registrato ad aprile. Occorre tuttavia tenere presente che l'indice IPCA tiene conto dei saldi stagionali, che proprio ad agosto hanno contribuito all'indice per un -5,6% sul mese precedente per le voci di spesa riguardanti abbigliamento e calzature (**Tabella 18**). Osservando la **Figura 12** si può notare il differente andamento dell'indice IPCA rispetto al FOI, con le consuete oscillazioni che ricalcano l'andamento stagionale proprio dovuto ai saldi. L'indice FOI invece presenta un recupero che tuttavia al momento resta abbastanza simile a quanto avvenuto l'anno scorso, quando in agosto era stato segnato il livello di 100,3, un decimale al di sopra della lettura di quest'anno.

INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC

Variazioni percentuali rispetto allo stesso mese dell'anno precedente

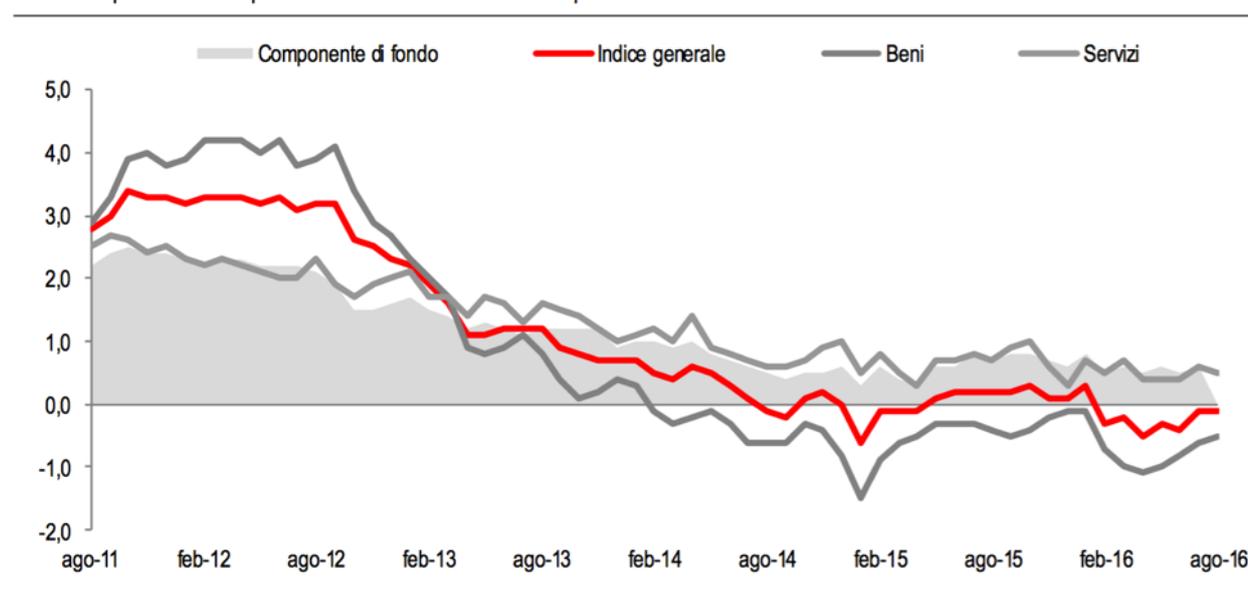


Figura 13: Indici dei prezzi al consumo NIC suddivisi per componenti
(Fonte Istat)

La **Figura 13** mostra l'andamento dell'indice dei prezzi NIC disaggregato per i componenti; la componente di fondo (area in grigio nel grafico), calcolata escludendo i beni alimentari non lavorati e i beni energetici, che era stata sinora positiva ha subito un ripiegamento, mentre gli altri beni presentano un'inflazione in recupero seppur ancora in territorio negativo. Il risultato finale del valore tendenziale (a 12 mesi) dell'indice NIC è pari a -0,1%, come si può osservare dalla linea rossa del grafico.

INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO IPCA, PER DIVISIONE DI SPESA

Agosto 2016, pesi e variazioni percentuali (base 2015=100) (a)

Divisioni di spesa	Pesi	ago-16 lug-16	ago-16 ago-15	lug-16 lug-15	ago-15 lug-15	Inflazione acquisita
Prodotti alimentari e bevande analcoliche	176.326	0,4	0,9	0,7	0,2	0,1
Bevande alcoliche e tabacchi	34.597	-0,1	1,9	2,0	0,0	1,4
Abbigliamento e calzature	83.102	-5,6	-0,2	-0,5	-5,9	-9,1
Abitazione, acqua, elettricità e combustibili	122.032	0,0	-1,9	-1,9	0,0	-1,9
Mobili, articoli e servizi per la casa	76.724	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1
Servizi sanitari e spese per la salute	41.506	0,0	1,1	1,1	0,0	1,0
Trasporti	141.802	0,8	-2,2	-2,2	0,9	-1,0
Comunicazioni	28.727	0,0	-0,4	1,5	2,0	-0,1
Ricreazione, spettacoli e cultura	60.996	0,8	1,0	0,7	0,5	1,5
Istruzione	13.314	0,1	1,1	1,0	0,0	0,8
Servizi ricettivi e di ristorazione	121.889	0,0	1,1	0,8	-0,3	0,9
Altri beni e servizi	98.985	0,1	0,5	0,3	0,0	0,0
Indice generale	1.000.000	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7
Indice generale a tassazione costante	1.000.000	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,8

(a) le variazioni tendenziali e l'inflazione acquisita, con l'aggiornamento della base di riferimento degli indici IPCA all'anno 2015 (base precedente 2005=100), sono calcolate utilizzando una serie storica slittata nella nuova base.

Tabella 18: Indici dei prezzi al consumo per divisione di spesa
(Fonte Istat)

La **Tabella 18** mostra l'indice IPCA per voci di spesa; sono state riquadrate in rosso le variazioni congiunturali (mensili) relative all'abbigliamento e calzature, a cui abbiamo già fatto riferimento, e ai trasporti. Questa voce risulta anch'essa positiva, come nel precedente anno, sebbene siano compresi i beni energetici.

Dato che i beni energetici (carburanti) hanno segnato nel medesimo periodo un -1,7%, ne consegue che la variazione positiva è da attribuirsi al costo dei servizi di trasporto che infatti sono aumentati del 2,2% sul mese precedente; anche ad agosto dell'anno scorso era stata rilevata una variazione congiunturale positiva del 3%, come risulta dalla **Tabella 19**. Non è scopo di questo Osservatorio indagare su questo aspetto, che appare abbastanza curioso, ma certo sarebbe interessante cercare di capire se l'aumento dei servizi di trasporto riguardi le località turistiche o se invece sia connessa a un aumento dei trasporti locali determinata dalle amministrazioni durante la pausa vacanziera dei cittadini.

INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO IPCA, PER AGGREGATI SPECIALI

Agosto 2016, pesi e variazioni percentuali (base 2015=100) (a)

Aggregati speciali	Pesi	ago-16 lug-16	ago-16 ago-15	lug-16 lug-15	ago-15 lug-15	Inflazione acquisita
Beni alimentari (incluse bevande alcoliche) e tabacchi, di cui:	210.923	0,3	1,0	0,9	0,2	0,4
Alimentari lavorati (incluse bevande alcoliche) e tabacchi	118.753	0,1	0,4	0,5	0,2	0,4
Alimentari non lavorati	92.170	0,7	1,9	1,4	0,3	0,3
Energia, di cui:	95.516	-0,7	-6,4	-6,9	-1,4	-6,2
Elettricità, gas e combustibili solidi	54.396	0,0	-5,5	-5,5	-0,1	-5,3
Combustibili liquidi, carburanti e lubrificanti	41.120	-1,7	-7,5	-8,5	-2,7	-7,2
Beni industriali non energetici, di cui:	258.295	-1,8	0,2	0,2	-1,8	-2,6
Beni durevoli	76.635	0,0	1,0	0,9	-0,1	0,9
Beni non durevoli	65.826	0,1	0,8	0,6	-0,1	0,7
Beni semidurevoli	115.834	-4,3	-0,5	-0,4	-4,3	-6,9
Beni	564.734	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9	-2,1
Servizi relativi all'abitazione	82.915	0,0	0,6	0,7	0,1	0,6
Servizi relativi alle comunicazioni	28.727	0,0	-0,4	1,5	1,9	-0,1
Servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona	164.162	0,6	1,2	0,8	0,2	1,4
Servizi relativi ai trasporti	78.534	2,2	0,0	0,7	3,0	1,9
Servizi vari	80.928	0,1	0,5	0,4	0,1	0,4
Servizi	435.266	0,6	0,6	0,8	0,7	1,0
Indice generale	1.000.000	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7
Indice generale al netto dell'energia e degli alimentari freschi (Componente di fondo)	812.314	-0,2	0,4	0,6	-0,1	-0,2
Indice generale al netto dell'energia, degli alimentari (incluse bevande alcoliche) e tabacchi	693.561	-0,2	0,4	0,5	-0,1	-0,3
Indice generale al netto dell'energia	904.484	-0,1	0,6	0,6	0,0	-0,1

(a) le variazioni tendenziali e l'inflazione acquisita, con l'aggiornamento della base di riferimento degli indici IPCA all'anno 2015 (base precedente 2005=100), sono calcolate utilizzando una serie storica slittata nella nuova base.

*Tabella 19: Indici dei prezzi al consumo IPCA per aggregati speciali
(Fonte Istat)*

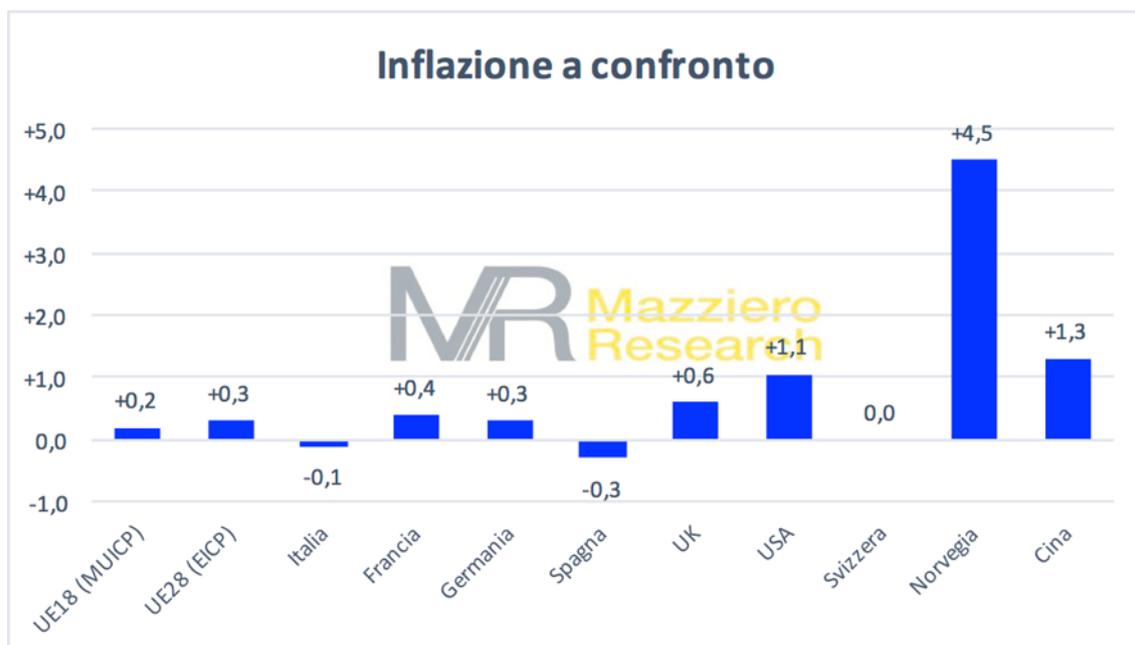


Figura 14: Inflazione nei vari Paesi ad agosto 2016
(Fonte: Eurostat)

La **Figura 14** mostra il confronto fra vari paesi del valore annuale di inflazione, come è possibile osservare restano in territorio negativo Italia e Spagna, a conferma della debolezza economica dei due paesi; Francia e Germania mostrano invece un valore positivo rispettivamente dello 0,4 e 0,3%.

Il Regno Unito si mantiene stabile intorno allo 0,6%, un valore probabilmente determinato anche dalla svalutazione della sterlina contro euro durante i mesi pre e post referendum sulla Brexit.

Riquadro 9

Inflazione acquisita

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

FOI (ex tabacchi)

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

NIC

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

IPCA

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

La disoccupazione



Figura 15: Disoccupazione in Italia da gennaio 2014 a luglio 2016
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 11,4% a luglio 2016; record storico 13,4% a novembre 2014. 39,2% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 44,2% rilevato a giugno 2015.
- Tasso di occupazione: 57,3% della popolazione tra 15 e 64 anni; massimo degli ultimi 5 anni.
- Tasso di inattività: 35,1% della popolazione tra 15 e 64 anni; poco variato nel trimestre, 35,3% a maggio.
- Cassa integrazione: da gennaio ad agosto 2016 autorizzate 422 milioni di ore; da gennaio ad agosto 2015 furono autorizzate 457 milioni di ore.

Il commento

La disoccupazione rilevata a luglio è pari all'11,4%, valore minimo del 2016 segnato anche nello scorso mese di marzo; forte balzo invece della disoccupazione giovanile che a luglio è cresciuta di quasi tre punti percentuali passando dal 36,5% al 39,2% (**Figura 15**).

L'Istat nella pubblicazione dei dati sottolinea che: *“I movimenti mensili dell'occupazione determinano complessivamente nel periodo maggio-luglio 2016 un consistente aumento degli occupati (+0,7%, pari a 157 mila unità) rispetto al trimestre precedente, con segnali di crescita diffusi sia per genere sia per posizione professionale e carattere dell'occupazione.”*

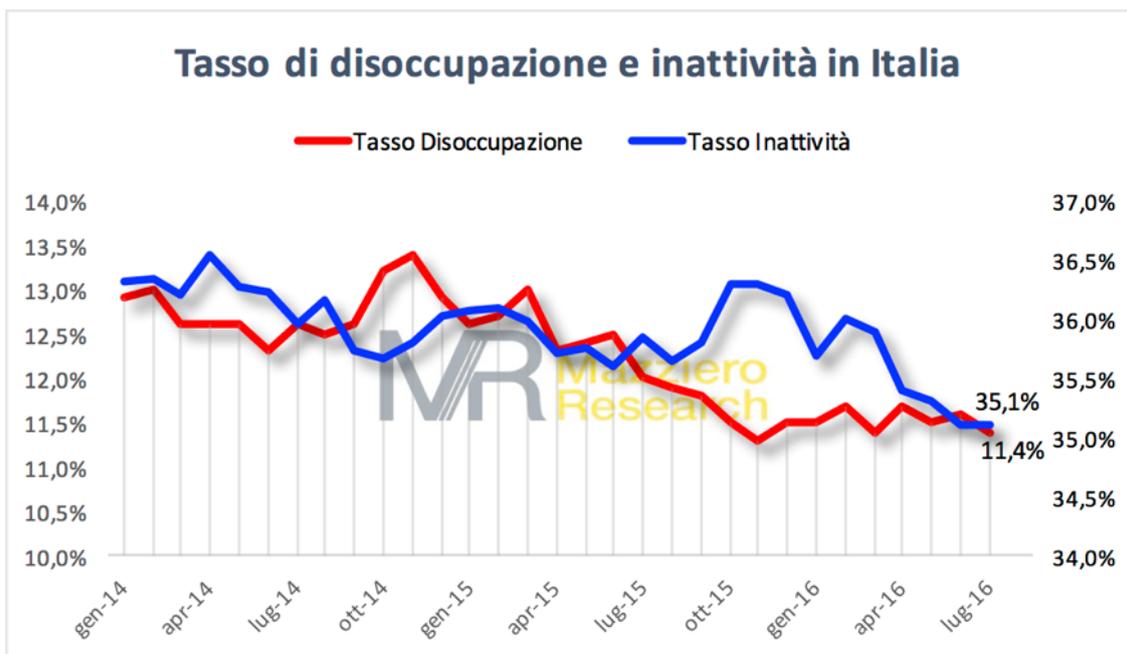


Figura 19: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2014 a luglio 2016 (Elaborazione su dati Istat)

La **Figura 16** mostra inoltre che, a fronte di una disoccupazione stabile nel corso degli ultimi mesi, cala in modo evidente il tasso di inattività che automaticamente corrisponde a un aumento del tasso di occupazione passato dal 56,8% di inizio anno al 57,3%.

POPOLAZIONE PER CONDIZIONE E CLASSI DI ETÀ. Luglio 2016, dati destagionalizzati

	Valori assoluti (migliaia di unità)	Variazioni congiunturali				Variazioni tendenziali	
		Lug16 Giu16 (assolute)	Lug16 Giu16 (percentuali)	Mag-Lug16 Feb-Apr16 (assolute)	Mag-Lug16 Feb-Apr16 (percentuali)	Lug16 Lug15 (assolute)	Lug16 Lug15 (percentuali)
15-24 ANNI							
Occupati	950	-43	-4,4	5	0,5	9	1,0
Disoccupati	614	23	3,9	14	2,4	13	2,2
Inattivi	4.340	15	0,4	-23	-0,5	-51	-1,2
25-34 ANNI							
Occupati	4.091	-38	-0,9	52	1,3	-10	-0,2
Disoccupati	861	24	2,8	-13	-1,6	25	3,0
Inattivi	1.803	0	0,0	-61	-3,3	-110	-5,7
35-49 ANNI							
Occupati	9.909	-29	-0,3	-5	-0,1	-135	-1,3
Disoccupati	998	-35	-3,4	-22	-2,2	-40	-3,9
Inattivi	2.796	15	0,5	-28	-1,0	-96	-3,3
50 ANNI E PIU'							
Occupati	7.815	48	0,6	106	1,4	402	5,4
Disoccupati	471	-51	-9,8	25	5,3	-43	-8,3
Inattivi	17.408	53	0,3	-45	-0,3	14	0,1
Inattivi 50-64 anni	4.725	23	0,5	-73	-1,5	-150	-3,1

Tabella 20: Occupati, disoccupati e inattivi per classi di età (Fonte Istat)

Ciò che non sembra andare per il giusto verso è la dinamica di occupati e disoccupati per classi di età; nella **Tabella 20** è possibile notare che sia in termini congiunturali (mensili) che tendenziali (a 12 mesi) aumentano gli occupati e diminuiscono i disoccupati solo per gli ultracinquantenni, in questo caso la diminuzione dei disoccupati compensa l'aumento degli inattivi. Nella classe di età da 35 a 49 anni diminuiscono sia gli occupati sia i disoccupati e aumentano gli inattivi; mentre tra i 25 e 34 gli occupati diminuiscono e i disoccupati aumentano. Tra i giovani la diminuzione degli occupati si riversa in parte nei disoccupati, in parte fra gli inattivi, che quindi cessano la ricerca di posto di lavoro.

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

	gen - giu			gen - giu 2015 su 2014		gen - giu 2016 su 2015	
	2014	2015	2016	variazione assoluta	variazione %	variazione assoluta	variazione %
A. NUOVI RAPPORTI DI LAVORO							
A1. Assunzioni a tempo indeterminato	700.788	977.036	650.637	276.248	39,4%	-326.399	-33,4%
A2. Assunzioni a termine	1.759.040	1.797.530	1.807.594	38.490	2,2%	10.064	0,6%
A3. Assunzioni in apprendistato	125.831	99.096	113.387	-26.735	-21,2%	14.291	14,4%
TOTALE	2.585.659	2.873.662	2.571.618	288.003	11,1%	-302.044	-10,5%
B. VARIAZIONI CONTRATTUALI DI RAPPORTI DI LAVORO ESISTENTI							
B1. Trasformazioni a tempo indeterminato di rapporti a termine	187.315	238.835	150.556	51.520	27,5%	-88.279	-37,0%
B2. Apprendisti trasformati a tempo indeterminato	36.456	41.338	44.199	4.882	13,4%	2.861	6,9%
TOTALE	223.771	280.173	194.755	56.402	25,2%	-85.418	-30,5%

*Tabella 21: Attivazioni e trasformazioni del rapporto di lavoro
(Fonte Inps, Osservatorio Precariato)*

Interessante anche ciò che emerge dall'Osservatorio al precariato, redatto dall'Inps: nella **Tabella 21** vengono riquadrate due zone, quella di sinistra riporta i confronti in termini assoluti dei nuovi rapporti di lavoro e delle variazioni contrattuali, mentre quella di destra riporta le variazioni assolute e percentuali del primo semestre 2016 rispetto a quello del 2015.

Se osserviamo le assunzioni a tempo indeterminato vediamo che nel 2016 sono diminuite 33,4% rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente; sono invece aumentate di circa 10 mila unità le assunzioni a termine, stranamente una condizione opposta alle intenzioni del Jobs Act.

Se ci si sposta nella parte inferiore della **Tabella 21**, si può notare che anche le trasformazioni a tempo indeterminato di rapporti a termine non sono aumentate, ma sono diminuite del 37% rispetto al primo semestre dell'anno scorso; anche questo un fenomeno che contrasta con le intenzioni del Jobs Act.

La **Tabella 22** ci consente di entrare ancora più in dettaglio su questo aspetto, la sezione riquadrata evidenzia l'andamento mensile nel 2015 e 2016 delle variazioni percentuali rispetto allo stesso mese dell'anno precedente e relative alle trasformazioni a tempo indeterminato di rapporti a termine.

Le variazioni sono state positive, cioè abbiamo ottenuto degli aumenti sulle trasformazioni dei rapporti di lavoro, da febbraio 2015 a gennaio 2016, come chiara evidenza degli effetti del Jobs Act; sono invece in diminuzione da febbraio 2016 a giugno, come chiara evidenza della cessazione degli effetti del Jobs Act, effetti che, considerando l'entità delle variazioni negative (dal 30 al 48%), si dimostrano assai poco persistenti.

TAB. 1b – VARIAZIONI CONTRATTUALI DI RAPPORTI DI LAVORO ESISTENTI* PER MESE - ANNI 2014, 2015 E 2016

Mese	Apprendisti trasformati a tempo indeterminato			Trasformazioni a tempo indeterminato di rapporti a termine			Totale			Variazione 2015/2014	Variazione 2016/2015
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	%	%
Gennaio	8.022	7.320	9.521	58.350	39.241	48.792	66.372	46.561	58.313	-29,8%	25,2%
Febbraio	5.789	6.171	7.647	25.575	33.613	19.114	31.364	39.784	26.761	26,8%	-32,7%
Marzo	6.099	6.935	7.850	25.816	43.957	18.371	31.915	50.892	26.221	59,5%	-48,5%
Aprile	5.785	6.773	7.690	25.182	48.225	22.210	30.967	54.998	29.900	77,6%	-45,6%
Maggio	5.501	7.052	5.937	26.265	39.631	21.567	31.766	46.683	27.504	47,0%	-41,1%
Giugno	5.260	7.087	5.554	26.127	34.168	20.502	31.387	41.255	26.056	31,4%	-36,8%
Luglio	5.455	7.422		27.973	37.395		33.428	44.817		34,1%	
Agosto	3.623	5.358		20.873	28.587		24.496	33.945		38,6%	
Settembre	6.343	9.106		24.996	33.077		31.339	42.183		34,6%	
Ottobre	7.001	9.298		27.991	45.343		34.992	54.641		56,2%	
Novembre	5.760	7.198		20.082	45.804		25.842	53.002		105,1%	
Dicembre	4.932	5.702		22.262	146.436		27.194	152.138		459,5%	
TOTALE	69.570	85.422	44.199	331.492	575.477	150.556	401.062	660.899	194.755	64,8%	

Tabella 22: Variazione delle forme contrattuali esistenti
(Fonte Inps, Osservatorio Precariato)

La **Figura 17** riporta un grafico delle ore trimestrali di cassa integrazione autorizzate dal 2014 a metà 2016; ciò che inizia ad apparire è un'inversione della tendenza discendente che aveva caratterizzato il 2014 e la prima parte del 2015, infatti dal terzo trimestre del 2015 le ore trimestrali di cassa integrazione sono risultate in aumento sino al secondo trimestre del 2016.

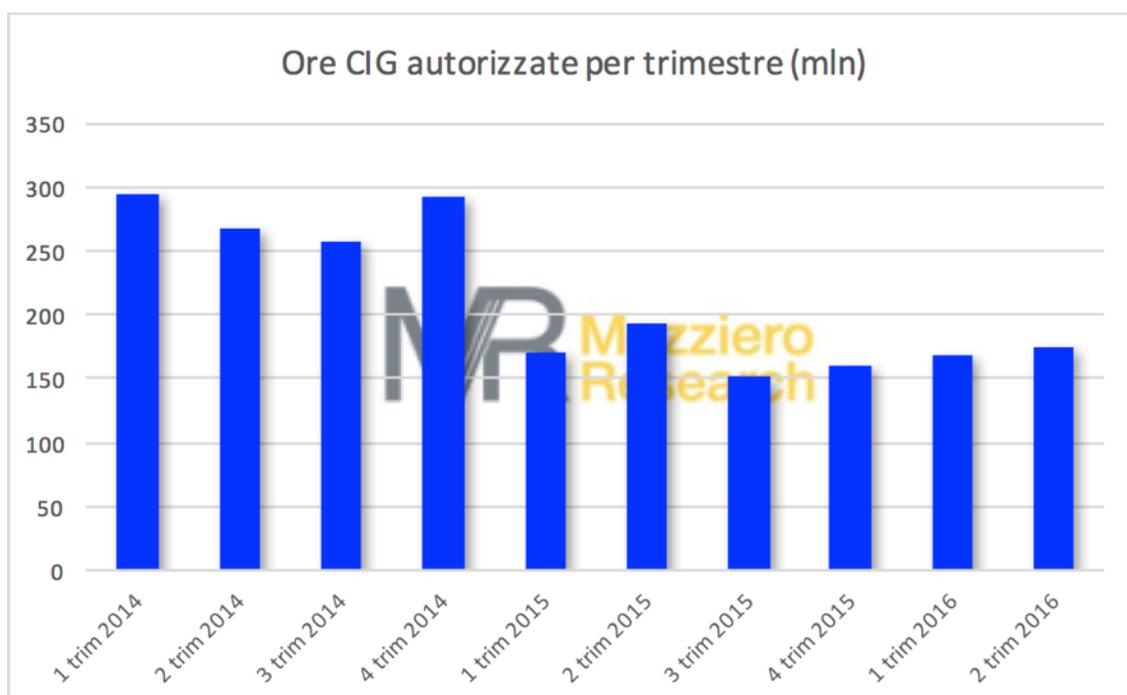
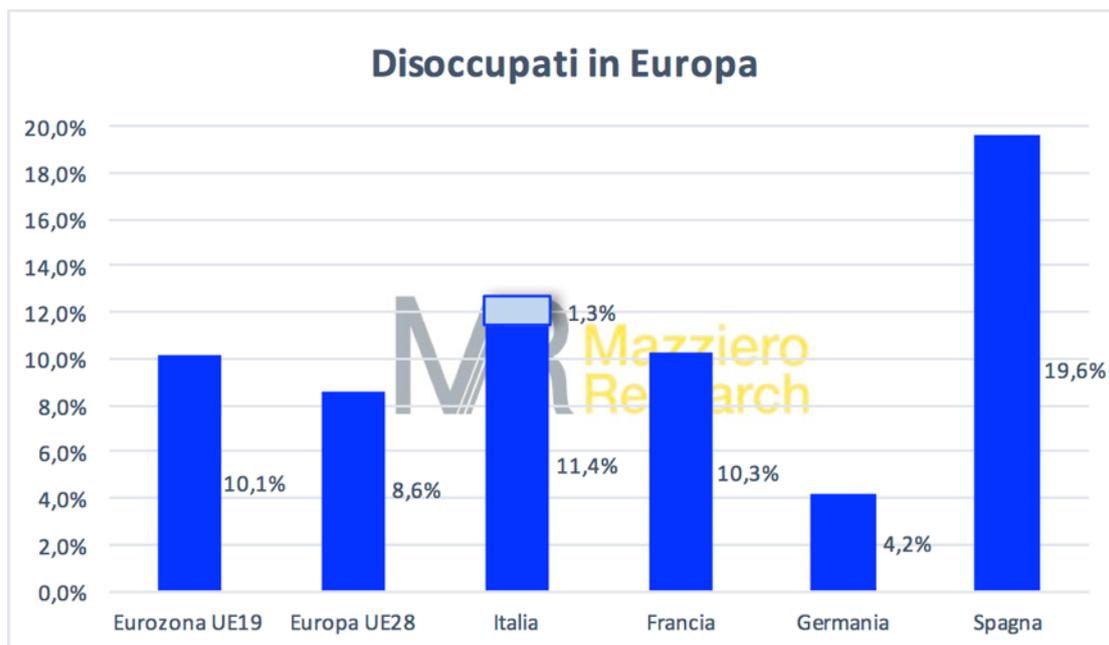


Figura 17: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2014 al 2 trim 2016
(Fonte: Inps)



*Figura 18: Disoccupazione in Europa a luglio 2016
(Elaborazione su dati Eurostat)*

L'aspetto che per il momento conforta è che questa nuova tendenza in aumento dovrebbe cessare nel terzo trimestre del 2016, dato che sia luglio sia agosto di quest'anno evidenziano dei valori di ore autorizzate inferiori di circa 7-8 milioni per entrambi i mesi rispetto all'anno scorso.

Il confronto della disoccupazione con gli altri paesi dell'Unione Europea (**Figura 18**) continua ad essere inclemente, fatta eccezione con la Spagna che però sta ridimensionando velocemente il proprio livello; la Germania si può considerare in piena occupazione, mentre la Francia si mantiene appena al di sopra del 10%.

Se al nostro 11,4% dovessimo aggiungere anche la componente derivante dalla cassa integrazione che pesa per un 1,3% aggiuntivo, arriveremmo a lambire la soglia del 13%.

Riquadro 10

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.

Approfondimenti

Il salvataggio di Monte dei Paschi attraverso la giungla delle direttive UE

(Il commento)
di Andrew Lawford, CFA

Si può sicuramente affermare che una banca che ha attività totale per 164 miliardi di euro, mezzi propri per quasi 10 miliardi di euro, ma una capitalizzazione di borsa di appena 600 milioni di euro soffra di una crisi di fiducia da parte del mercato. Questi sono i numeri di Monte dei Paschi di Siena, una delle banche italiane maggiormente sotto i riflettori negli ultimi anni. Come si sia arrivati a questo punto è una storia piuttosto lunga, che coinvolge sia un quadro macroeconomico italiano relativamente infelice, sia una gestione malsana della banca stessa. Comunque, se si guardano meglio i dati, oggi si scopre il seguente scenario:

M EURO	Valore lordo	Rettifiche	Coverage Ratio	Valore a bilancio
Crediti verso la clientela (lordo)	129.943,0			
Crediti deteriorati	45.321,8	21.756,9	48,0%	52,0%
di cui sofferenze	27.261,7	16.689,9	61,2%	38,8%
Crediti deteriorati - sofferenze	18.060,1	5.067,0	28,1%	71,9%

Fonte: Relazione semestrale al 30/06/2016 - Monte dei Paschi di Siena

In pratica, le rettifiche (svalutazioni) al bilancio per i crediti deteriorati sono del 48%, ovvero, quei crediti vengono valorizzati al 52% del loro valore lordo. Se si guardano solo le sofferenze (un credito deteriorato di categoria peggiore rispetto agli altri), che nel caso di MPS sono di 27 miliardi di euro, si scopre che sono valorizzate al 38,8% del loro valore

iniziale. In un recente studio della Banca d'Italia¹, si nota che “le ultime valutazioni del valore di cessione condotte da esperti indipendenti hanno indicato una valutazione pari al 22,3% del GBV.” Il GBV è il valore lordo del credito.

Inoltre, per i crediti deteriorati ma non in sofferenza, si scopre che vengono valorizzati a quasi il 72% del loro valore lordo.

Se si ipotizza un valore per le sofferenze in linea con quanto dichiarato dalla Banca d'Italia e gli altri crediti al 50% del loro valore lordo, si scopre quanto segue:

M EURO	Valore Lordo	Attuale valorizzazione	Ipotesi con sofferenze al 22,3% e altri al 50%	Differenza
Crediti deteriorati (ma non in sofferenza)	18.060,1	12.993,1	9.030,1	-3.963,1
Sofferenze	27.261,7	10.571,8	6.079,4	-4.492,4
Totale	45.321,8	23.564,9	15.109,4	-8.455,5

Fonte: Relazione semestrale al 30/06/2016 - Monte dei Paschi di Siena

Questa ipotesi indica un valore che sarebbe di quasi 8,5 miliardi euro più basso rispetto a quanto attualmente indicato nel bilancio della società, ed è la ragione per cui le azioni di MPS sono state così penalizzate in questi ultimi tempi (quei 8,5 miliardi, se si trattasse di una perdita realizzata, sarebbero da sottrarsi dai 10 miliardi di patrimonio netto della società). Si può anche stimare quanto sarebbe una cifra sufficiente per ricapitalizzare MPS: con 150 miliardi di attività e volendo mantenere un equity ratio del 10%, si dovrebbe fare un aumento di capitale per circa 15 miliardi di euro.

L'obiezione al ragionamento precedente può essere che, se MPS non fosse obbligata a svendere i suoi crediti deteriorati, potrebbero valere di più qualora fossero gestiti bene dalla banca stessa (lo studio della Banca d'Italia di cui sopra indicava che il motivo della differenza tra valore di libro delle banche e il prezzo che gli investitori specializzati erano disposti a pagare per quei crediti era in buona sostanza riconducibile al

¹ Quanto valgono i crediti deteriorati? - Note di stabilità finanziaria e vigilanza; N. 3 - Aprile 2016 - Banca d'Italia

tasso di sconto superiore applicato dagli investitori). Può anche darsi che sia così, ma il mercato ha bisogno di un segno chiaro e forte che il passato per MPS sia veramente passato e questo segno lo si può dare solo attraverso nuovo capitale che sia davvero interessato a fare banca (e non a fare politica piuttosto che gli interessi personali del management). Se quei crediti veramente valgono quanto sono iscritti al bilancio, perché non fare un grande aumento di capitale con un investitore strategico piuttosto che il piccolo aumento di capitale di 5 miliardi abbinato alla cessione di crediti deteriorati per 30 miliardi di cui si parla ultimamente?

La domanda sorge spontanea: chi sarà interessato a fare banca utilizzando MPS come base su cui costruire un'attività futura? La risposta, purtroppo, è probabilmente nessuno, a meno che non si riescano a prendere dei provvedimenti straordinari e poco piacevoli, come sfoltire le più di 2.000 filiali e quasi 26 mila dipendenti, che sarebbe la logica "industriale" di qualsiasi investitore nel settore, sia che si tratti di un nuovo player o di un'altra banca italiana che vuole aggregare MPS. Quindi, questo ruolo toccherà allo Stato.

Ed è qui che inizia il divertimento: se la situazione di MPS può sembrare triste, è almeno comprensibile, mentre la normativa europea che governa gli aiuti di Stato e la risoluzione bancaria è una giungla senza senso. Si consideri che il tema del *bail-in*, ovvero il concetto relativamente semplice per cui le perdite di una banca devono essere coperte primariamente dagli azionisti e poi gli obbligazionisti in ordine della loro "gerarchia", per arrivare poi ai correntisti con giacenze superiori ai 100 mila euro, sta creando un problema squisitamente politico. Nessuno vuole lasciar fallire MPS se questo significa la svalutazione delle sue obbligazioni dato che molti di quegli obbligazionisti voteranno nelle prossime elezioni. Il modello *bail-in* si potrebbe definire "cipriota", perché è più o meno quanto è successo in quel paese durante la crisi del 2013. Chi ha pagato di più il conto però erano correntisti stranieri extra-UE, e quindi senza grosse influenze

politiche nel Paese; tuttavia, furono introdotti controlli sui flussi di capitale verso l'estero poi tolti solamente all'inizio del 2015.

Per il governo italiano sarebbe probabilmente più comoda una garanzia di stato per il nuovo indebitamento o una nazionalizzazione vera e propria; il problema è che poi si arriva a toccare il tema degli aiuti concessi dagli Stati. Questi sono governati dagli articoli 107 - 109 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea insieme alla Comunicazione sul Settore Bancario del 2013, che opera con il principio che un eventuale "... sostegno statale dovrebbe essere concesso a condizioni che rappresentano un'adeguata condivisione degli oneri da parte di coloro che hanno investito nella banca."² Così si ritorna al problema iniziale del *bail-in* e la scomodità di aver obbligazionisti retail colpiti duramente come parte del processo di risanamento.

Se la via degli aiuti di Stato sembra così essere chiusa, è opportuno considerare il precedente della recente ricapitalizzazione di Caixa Geral de Depósitos, in cui lo Stato portoghese, che già controllava la banca, ha fatto un aumento di capitale "a condizioni di mercato", così evitando il divieto della normativa europea. È importante soprattutto perché è la prima volta che capita questa situazione da quando è entrata in vigore la normativa sul *bail-in*³ all'inizio del 2016 (BES in Portogallo e le quattro banche italiane erano state gestite con le vecchie regole nel 2015). Ed è per questo che si possono definire le direttive UE una giungla, perché non si ha idea di che cosa ci possa trovare, ma se si cerca abbastanza, qualcosa di utile la si trova. Ci si domanda, guardando le centinaia di pagine dedicate a questo tema dall'UE se possa davvero servire a qualcosa, dato che poi ciascuno Stato si comporta esattamente in base alle proprie esigenze.

² Art. 15 - Comunicazione relativa all'applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria - Gazzetta ufficiale dell'UE - 30/07/2013

³ Direttiva 2014/59/UE

Lo scambio produttività – salari e le modalità del suo finanziamento

(Note economiche)
di Gabriele Serafini

Introduzione

Nel suo primo discorso pubblico successivo all'insediamento come Presidente di Confindustria, Vincenzo Boccia ha affermato: «vogliamo una più alta produttività per pagare più alti salari».¹

La produttività alla quale si riferisce Boccia è quella del lavoro, perché egli inserisce il suo primo intervento a commento della fase aperta dei rinnovi contrattuali fra sindacati e imprenditori, che dovrebbe appunto prevedere questo «scambio salari-produttività».²

Il collegamento fra produttività e salari deriva dal ritenere che la diminuzione dei costi per unità di prodotto permetta di remunerare meglio i fattori produttivi (semplificando: lavoro e/o capitale) che hanno permesso tale miglioramento.

Tutto semplice, allora? A nostro avviso non tanto, perché il calcolo della produttività non fornisce un risultato esatto e univoco per la distribuzione del reddito conseguito da un'impresa e nelle prossime righe cerchiamo di spiegare il perché e come si vorrebbe realizzare questo scambio.

¹ Il Sole 24 Ore, 27 maggio 2016.

² Ibidem. La tematica è stata ribadita recentemente, indicando: “il tema della produttività «per noi è centrale, è una delle grandi questioni del paese»” (il Sole 24 Ore, 4 settembre 2016).

1. Il calcolo della produttività

Per le aziende mono-prodotto, la produttività del lavoro è misurabile in *unità* di prodotto per unità di lavoro, mentre per le imprese multi-prodotto si deve calcolare una combinazione delle differenti tipologie di prodotto, aggregandole con una unità di misura omogenea, quale ad esempio l'euro,³ e quindi calcolando il *valore* realizzato da una certa quantità di lavoro.

A livello nazionale, l'Istat,⁴ coerentemente con la letteratura internazionale in merito, calcola la produttività del lavoro mediante il rapporto fra il Valore aggiunto (ossia l'insieme dei redditi dei fattori produttivi) e le ore di lavoro spese per quella produzione.⁵

Sia che si calcoli in unità fisiche oppure in valore, c'è comunque un problema nel caso di utilizzo di più fattori produttivi:⁶ se, ad esempio, in un certo anno si ottiene lo stesso prodotto dell'anno precedente combinando però meno fattore lavoro (dunque più produttivo) con più fattore capitale⁷ (dunque meno produttivo di prima), se prevale il

³ B. Bracalente, M. Cossignani, A. Mulas, *Statistica aziendale*, Milano, McGraw-hill, 2009, pp. 318 e ss.

⁴ <http://www.istat.it/it/archivio/166206>.

⁵ Tale produttività viene definita produttività parziale generica; “parziale” perché calcolata solo per un fattore produttivo, il lavoro; “generica” perché il numeratore della produttività è costituito dal valore del prodotto complessivo, o al netto dei costi intermedi per produrlo, ossia il Valore aggiunto.

⁶ Non bisogna farsi ingannare dalle semplificazioni che spesso si possono riscontrare in alcuni calcoli che, ravvisando variazioni percentuali contenute del fattore capitale, calcolano la produttività del lavoro in valore *facendo finta che* non vi sia stata variazione del capitale e quindi inducendo a pensare che essa sia stata calcolata in termini fisici, mentre invece è calcolata in valore. Come vedremo nelle prossime righe, la possibilità di distribuire correttamente il reddito sulla base della variazione della produttività del lavoro è infatti inficiata proprio dalla presenza di altri fattori produttivi, il che, ovviamente, rappresenta il caso sempre verificabile in un processo produttivo di una economia non primitiva.

⁷ Non possiamo soffermarci in queste pagine sul problema della misurazione della “quantità” di capitale. Questo è un problema teorico molto importante emerso con forza negli anni 60 del secolo scorso. In merito, vedi, ad esempio: C. Napoleoni, F. Ranchetti, *Il pensiero economico del Novecento*, Torino, Einaudi, 1990, pp. 20 e ss.

peggioramento dovuto al capitale rispetto al miglioramento dovuto al lavoro, si può ottenere un risultato della produzione complessivamente peggiorato.

Questo potrebbe determinare una riduzione della redditività aziendale che quindi farebbe purtroppo misurare anche un peggioramento della produttività del lavoro, in quanto sarebbe diminuito il prodotto o il Valore aggiunto per unità di lavoro, anche se per via del capitale meno produttivo e nonostante il miglioramento del rendimento del fattore lavoro.

Nonostante questi limiti - peraltro ben noti⁸ - se si volesse comunque procedere a misurare la produttività mediante il rapporto fra valore prodotto e quantità di input impiegato, nel momento successivo alla variazione della produttività dei fattori produttivi⁹ non vi sarebbe comunque possibilità di stabilire una misura univoca da adottare per l'eventuale incremento dei salari da corrispondere come remunerazione della maggiore produttività del lavoro intervenuta. Procediamo con un esempio per rappresentare il problema.

Poniamo che, in un'azienda, il lavoro sia remunerato complessivamente per 3.000 euro (30% del Valore aggiunto aziendale) e il capitale per 7.000 (70% del Valore aggiunto). Se la produttività del lavoro aumentasse del 3% mentre quella del capitale diminuisse del 4%, si dovrebbe stabilire quali debbano essere le remunerazioni successive alle variazioni della produttività.

⁸ Che la produzione sia il risultato dell'impiego di più fattori il cui contributo individuale non è isolabile è cosa nota e riportata, ad esempio, anche nei manuali divulgativi di economia maggiormente diffusi; cfr.: P. Samuelson, *Economia*, ed. XIX, McGraw-Hill, Milano 2009, pp. 99 e ss.

⁹ La variazione della produttività avviene di continuo ma è misurata puntualmente, ad esempio, in un arco di tempo.

Si potrebbe rispondere prendendo il Valore aggiunto successivo alla variazione delle produttività e suddividendolo fra i due fattori nelle nuove percentuali. Queste ultime non sarebbero più, ovviamente, del 30% (lavoro) e del 70% (capitale), ma non sarebbero neppure pari a queste quote variare, rispettivamente, del 3% e del -4%, ossia pari al 30,9% per il lavoro¹⁰ ed al 67,2%¹¹ per il capitale, perché la somma di queste quote non sarebbe pari al 100% ma a 98,1%. Le nuove quote dovrebbero essere invece pari a quelle percentuali rapportate a 100, ossia: 31,5%¹² per il lavoro e 68,5%¹³ per il capitale.

Tali grandezze corrisponderebbero però ad un incremento della quota dei salari sul totale del Valore aggiunto del 5%, per il lavoro,¹⁴ e ad una riduzione di circa il 2% per il capitale,¹⁵ diventando perciò quote distributive variare in misura decisamente differente rispetto alle variazioni delle produttività di ciascun fattore.

In alternativa, si potrebbe fare attenzione solo alla remunerazione del lavoro e aumentarla direttamente del 3%, remunerando per differenza il capitale. Le nuove remunerazioni sarebbero pari a 3.090 e 6.910. Così la variazione della remunerazione del fattore capitale sarebbe però eseguita in base alla variazione della produttività del capitale, arrivando il capitale a percepire solo lo 0,9%¹⁶ del Valore aggiunto in meno, invece del 4% in meno di cui sarebbe stato effettivamente responsabile.¹⁷

Oppure si potrebbero variare direttamente le remunerazioni dei fattori, aumentando la quota destinata al lavoro del 3% del Valore aggiunto e

¹⁰ Il 30% iniziale, aumentato del 3%.

¹¹ Il 70% iniziale diminuito del 4%.

¹² Questa percentuale è data dal $30,9\%/98,1\%$.

¹³ Questa percentuale è data dal $68,5\%/98,1\%$.

¹⁴ $(31,5\%-30\%)/30\%=1,5\%/30\%=5\%$.

¹⁵ $(68,5\%-70\%)/70\%=-1,5\%/70\%=-2,14\%$.

¹⁶ $(7.000-6.910=90)$. $(90/10.000)=0,9\%$.

¹⁷ Inoltre, in questo caso si avrebbe un aumento della remunerazione del lavoro a fronte di un peggioramento della redditività aziendale causata dal capitale.

diminuendo quella del capitale del 4%. In questo caso le nuove remunerazioni sarebbero pari a 3.300 e 6.600, ma il totale indicherebbe un aumento della remunerazione del lavoro del 10%,¹⁸ ben oltre l'aumento della produttività misurata del 3%.

Allora (ancora) si potrebbe invece aumentare solo la remunerazione del lavoro del 3% del Valore aggiunto, lasciando come residua quella del capitale; in questo caso le nuove quote sarebbero pari a 3.300 e 6.700; ma anche in questo caso si sarebbe aumentata la remunerazione del lavoro del 10%.

In effetti, come noto,¹⁹ in caso di variazione della produttività di più fattori, non c'è un modo esatto per far corrispondere ad un dato aumento della produttività di un fattore uno stesso aumento della sua remunerazione. Questo in quanto non è corretto variare la remunerazione di un fattore in base alla sola *sua* produttività, perché le merci sono prodotte col concorso di tutti i fattori produttivi; ed in generale non si può neppure variare la remunerazione dei fattori produttivi in base alle variazioni della produttività di tutti i fattori²⁰ in maniera accurata e univoca.

2. La produttività marginale

Secondo un'altra modalità, si potrebbe suggerire che la remunerazione del fattore lavoro debba procedere calcolando dapprima la funzione di produzione dell'impresa, ossia il legame matematico esistente fra gli

¹⁸ $(300/3.000)=10\%$.

¹⁹ Cfr.: B. Bracalente, M. Cossignani, A. Mulas, *Statistica aziendale*, op. cit., pp. 322 e ss.

²⁰ Non intendiamo la produttività multifattoriale ma un calcolo che tenga conto congiuntamente della variazione della produttività di ciascun fattore. Questo non è possibile per i problemi di aggregazione cui abbiamo accennato nelle righe precedenti.

input e l'output, per poi, sulla base di essa, stabilire le quote di remunerazione dei fattori.

Purtroppo però, questo sistema di distribuzione del Valore aggiunto potrebbe valere proprio se non variasse la produttività relativa dei due fattori, perché è fondato sulla funzione di produzione, ossia su un dato rapporto fra input ed output. La differente variazione della produttività dei vari fattori produttivi, che è il caso che stiamo trattando, esclude invece questa possibilità, a meno di ritenere che ogni istante che passa generi una funzione di produzione e quindi che le quote siano da calcolare dinamicamente. In questo caso, però, bisognerebbe comunque stabilire un certo arco di tempo durante il quale far vigere un accordo per distribuire in un dato modo il Valore aggiunto, che però starebbe variando anch'esso nello stesso istante del suo calcolo e della derivazione della funzione di produzione che ci dovrebbe dire come distribuirlo.

Inoltre, anche se si accettasse, come approssimazione, che il calcolo possa valere per un certo periodo di tempo,²¹ rimarrebbe comunque il problema più generale che la teoria economica ci riporta, secondo cui la remunerazione dei fattori in base a questa procedura, cioè in base alla produttività marginale, sarebbe adeguata a distribuire integralmente²² il Valore aggiunto creato *solo* in un mercato di concorrenza perfetta, ossia ipotizzando, ad esempio, di nuovo contrariamente a quanto stiamo discutendo, che né i Sindacati e né Confindustria abbiano la possibilità di influire sui prezzi dei prodotti e sulle remunerazioni degli stessi fattori produttivi.²³

²¹ Ossia accettando come approssimazione che le variazioni fossero nel tempo "discreto" invece che "continuo".

²² In letteratura questo problema è noto come "esaurimento del prodotto".

²³ Questo ovviamente non è il caso che stiamo discutendo, anche se alcuni potrebbero voler spingere verso tale direzione iniziando a sciogliere i sindacati - quindi anche Confindustria -

Inoltre, la produttività marginale riguarda la variazione della produzione dovuta ad un incremento della quantità impiegata del fattore lavoro e non ad un aumento della produttività del lavoro già impiegato. Quindi neanche questo procedimento va bene.

E allora? Dato che sembra in effetti plausibile aumentare la remunerazione del lavoro se esso è diventato più produttivo, si potrebbe comunque procedere univocamente a sostituire lavoro con capitale, o viceversa? Anche in questo caso, purtroppo, abbiamo più possibilità che implicano, oltretutto, opposte conclusioni possibili circa gli effetti delle variazioni di produttività.

3. Produttività e imprenditorialità

1. Per primo, consideriamo che aumentando la produttività del lavoro, l'impresa potrebbe, successivamente, adottare una tecnica che preveda meno lavoro e più capitale, ossia un rapporto L/K minore. Questo significa che se gli imprenditori procedessero comunque ad aumentare i salari per la maggiore produttività, a parità di prodotto si troverebbero in effetti a pagare salari più alti con i soldi risparmiati dai salari non più corrisposti a coloro i quali sono stati licenziati, proprio in virtù della maggiore produttività del lavoro. Temiamo che gli imprenditori, oggi, non stiano però avanzando la richiesta di aumentare la produttività

altrimenti non funziona la concorrenza perfetta (!). Ricordiamo inoltre che si potrebbe ritenere valida questa procedura, secondo cui il Valore aggiunto dell'impresa sarebbe la somma originaria da ripartire fra i fattori produttivi in base alla rispettiva produttività marginale, solo nel caso in cui questa produttività marginale fosse anche decrescente al crescere della quantità di fattore impiegato; e, in aggiunta, solo nel caso in cui fossero realizzate tutte le condizioni tipiche di un sistema perfettamente concorrenziale in grado di raggiungere il pieno impiego dei fattori produttivi, ossia un sistema: con rendimenti di scala costanti; senza possibilità di modificare i prezzi delle merci e dei fattori produttivi; senza esternalità; senza intervento dello Stato; senza presenza di beni pubblici; senza sindacati dei lavoratori; senza sindacati degli imprenditori; ecc....

basandosi su una ipotesi di questo tipo, perché altrimenti non potrebbero sostenere che se licenziassero i lavoratori in esubero, questi troverebbero nuova occupazione in altri settori. I soldi per pagarli nelle nuove occupazioni non potrebbero infatti derivare dagli incrementi di produttività che sarebbero invece destinati ai salari degli occupati rimasti; mentre se fosse già possibile oggi occupare altri lavoratori in altre produzioni con esborsi aggiuntivi di denaro, non ci sarebbe attualmente una certa disoccupazione involontaria dei lavoratori.²⁴

2. Se, al contrario, un incremento di produttività portasse l'impresa ad occupare più lavoro in rapporto al capitale, ossia ad adottare una tecnica che preveda più lavoro e meno capitale, si avrebbe come conseguenza un rapporto L/K maggiore. Questo potrebbe accadere in quanto essendo il lavoro più produttivo, un imprenditore potrebbe decidere di adottare una tecnica produttiva tale da aumentarne l'impiego rispetto al capitale. Ora, far derivare da questo un aumento del salario, ossia realizzare lo scambio produttività salari, vorrebbe dire in questo caso contrastare il principio imprenditoriale della massimizzazione del profitto o della minimizzazione dei costi, riducendo l'efficienza della produzione. Questo perché se aumenta il rapporto L/K per effetto dell'incremento della produttività del lavoro, aumentando il salario si contrasta il miglioramento della produttività in valore delle merci prodotte, aumentando il salario per unità di prodotto dopo che l'incremento di produttività lo aveva diminuito. Infatti si aumenterebbero i costi, ottenendo un risultato opposto e contraddittorio rispetto all'aumento della produttività.

²⁴ In effetti i modelli teorici degli economisti "più ortodossi", per usare una espressione di Joseph Stiglitz (cfr.: Id, *Il ruolo economico dello Stato* [1989], Bologna, il Mulino, 1992, pp. 36 e ss.), sono costruiti in modo da stabilire che la disoccupazione registrata sia sempre di tipo volontario; ma questo è un altro problema che non possiamo affrontare in questa sede.

Tertium non datur. Infine, non si può neppure pensare che gli imprenditori possano essere dei filantropi, che possano permettersi di premiare i lavoratori per gli sforzi sostenuti e i risultati conseguiti. Se agissero come filantropi, infatti, opererebbero di nuovo in modo non efficiente, mettendo a rischio i conti aziendali, e rischiando anche di venire perseguiti per il reato di bancarotta, nel caso di chiusura dell'impresa per debiti eccessivi e maturazione di perdite causate dall'aumento dei salari e degli stipendi.

A questo punto, anche se né teoricamente né concretamente sembra potersi raggiungere un risultato chiaro, e dato che (di nuovo) lo scambio produttività-salari sembra plausibile, non rimane che leggere come concretamente si vorrebbe finanziare questo scambio.

4. Lo scambio produttività-salari

Lo stesso Presidente di Confindustria Boccia afferma che questo scambio sarebbe «non una politica dei redditi [...] ma una politica dell'offerta: detassazione del salario di secondo livello, più retribuzione per i lavoratori».²⁵

Ecco quindi che si arriva al metodo di finanziamento: «detassazione dei premi di produzione».²⁶ Ora i conti tornano: il salario che si vuole erogare non proverrebbe dal Valore aggiunto o dai ricavi d'impresa ma da una riduzione del peso fiscale sui salari erogati dalle imprese. Il Valore aggiunto non c'entra nulla. Si tratta invece di remunerare l'aumento della produttività dei lavoratori con risorse dello Stato, oppure dei lavoratori stessi.

²⁵ “Boccia: «Agenda a medio termine per più produttività e crescita»”, Nicoletta Picchio, Il Sole 24 Ore, 4 settembre 2016.

²⁶ Ibidem.

La differenza che c'è fra il costo del lavoro sostenuto dalle imprese e il salario netto percepito dai lavoratori, infatti, è costituito da contributi previdenziali e tributi. I contributi previdenziali sono salario accantonato per poter costruire la pensione, mentre i tributi sono incassi dell'Erario per finanziare le attività pubbliche.

Nel caso in cui si riducano i contributi previdenziali, il finanziamento degli incrementi di produttività avverrebbe mediante soldi degli stessi lavoratori; nel caso si riducano i tributi incassati dall'Erario, gli incrementi di produttività sarebbero finanziati dalla fiscalità generale.

Ecco allora che nello scambio produttività-salari l'eventuale incremento salariale - la cui quantificazione corrispondente agli incrementi di produttività, come abbiamo visto, sarebbe comunque problematica - sarebbe costituito da un anticipo di soldi già dei lavoratori, i quali li riceverebbero prima in cambio della produttività aumentata, invece che dopo come pensione; oppure esso sarebbe composto da soldi pubblici.

Nel primo caso, più che scambio produttività-salari sarebbe uno scambio salario oggi contro salario domani. Nel caso dei soldi pubblici, invece, il punto rilevante sarebbe sempre quello attorno al quale ragioniamo da più di trent'anni, in tutto l'Occidente economico: la contrapposizione fra redditi dei lavoratori e redditi degli imprenditori sarebbe cioè "superata" mediante il finanziamento erariale degli aumenti di produttività, riproponendo però il problema dell'efficacia del finanziamento della crescita dell'economia mediante il deficit pubblico, realizzato con emissione di titoli di Stato.

La crescita ed accumulazione del debito pubblico a partire dagli anni Ottanta del secolo scorso, infatti, ci indica che l'intervento economico pubblico realizzato in deficit non riesce ad ottenere che il debito sia ripagato interamente tramite le imposte future; quindi difficilmente si

può intravedere la sostenibilità finanziaria di una tale modalità di finanziamento della proposta, nel lungo termine.

Se lo stato volesse infatti ridurre comunque le proprie entrate e quindi aumentare il livello della spesa in deficit, in luogo del finanziamento generalizzato degli incrementi di produttività, sarebbe bene che scegliesse come allocare le risorse, per evitare di attendere che le imprese che sono in grado di realizzare un aumento della produttività del lavoro maggiore di altre, possano determinare una riduzione del gettito fiscale legato ai contributi, maggiore dell'aumento del gettito fiscale legato ai maggiori eventuali utili delle stesse imprese. Se, infatti, il gettito fiscale derivante dagli utili aggiuntivi creati dagli incrementi di produttività e dalla riduzione del costo del lavoro, fosse minore di quello perso tramite la riduzione del carico fiscale sul salario, la nuova occupazione sarebbe finanziata interamente mediante deficit pubblico, acuendo gli attuali problemi creati dalla copertura del fabbisogno statale mediante il debito stesso.

A questo problema si aggiunge il fatto che se il finanziamento degli incrementi di produttività permettesse alle imprese più produttive di acquisire quote di mercato a danno di altre, non sarebbe affatto improbabile cumulare al problema finanziario una riduzione netta dell'occupazione, perché le imprese maggiormente finanziate dallo stato sarebbero proprio quelle in cui il fattore lavoro è divenuto più produttivo causando una occupazione di minori unità di lavoro.

5. Moneta e produzione

L'aumento della produttività non è quindi necessariamente collegato con lo sviluppo o con l'incremento dell'occupazione, a parità di salario, di un determinato settore o un altro. L'eventuale finanziamento statale

di questo effetto, invece, per essere finalizzato a migliorare la condizione generale del sistema economico, necessiterebbe di una spesa che fosse in grado di permettere una crescita tale da ripagare i debiti contratti per realizzarla, oppure che non si contraessero affatto debiti per essa.

Una soluzione non più praticata da tempo prevede che la politica economica possa essere finanziata con mezzi finanziari senza vincoli di rimborso, ossia con moneta, tramite il cosiddetto “canale del Tesoro”.²⁷

Secondo tale meccanismo - inibito per legge in Europa dal 1993 dopo l'entrata in vigore degli accordi di Maastricht - lo stato dovrebbe poter finanziare con moneta la propria spesa, realizzando un tipo di politica monetaria espansiva che ormai è quasi dimenticata e sostituita, nelle menti odierne, dal *Quantitative Easing*, o dalle politiche monetarie espansive che agiscono sui tassi di interesse, ossia tramite “operazioni di mercato aperto”.

Ricordiamo che queste ultime operazioni prevedono l'acquisto di titoli (spesso titoli di Stato ma non solo) sul mercato secondario - ossia non acquistando i titoli del debito pubblico al momento della loro emissione - e determinano una variazione del grado di liquidità delle attività finanziarie già esistenti. Questa politica monetaria espansiva, nelle intenzioni dovrebbe permettere ai possessori di titoli di avere in cambio moneta per finanziare attività d'impresa e quindi realizzare processi produttivi di accrescimento dei livelli di attività economica privata.

Questa politica monetaria realizza le proprie intenzioni, quindi, se il mancato avvio di attività imprenditoriali aggiuntive è oggi determinato direttamente da una carenza di liquidità e non da una carenza di aspettative di guadagno. Se le operazioni di mercato aperto riducono i tassi di interesse, perché aumentano i prezzi dei titoli mediante la

²⁷ Vedi, ad esempio, N. Acocella, *Fondamenti di politica economica*, ed. IV, Roma, Carocci, 2006, pp. 443 e ss.

maggior domanda che realizzano, esse possono riuscire ad aumentare i livelli di attività economica se la riduzione dei tassi è tale da far tornare positiva la redditività attesa dalle imprese; ma in una epoca di tassi nominali bassi come quella attuale, tale occorrenza si realizza con minore probabilità.

Il finanziamento monetario della spesa pubblica, invece, costituisce direttamente una creazione di domanda e offerta aggiuntive mediante spesa pubblica, senza che questa sia finanziata con debito.

Nel corso degli anni Settanta e Ottanta del secolo scorso si abbandonò progressivamente questa pratica anche perché inflazionistica. Essa è però inflazionistica solo al verificarsi congiuntamente di due condizioni: (1) il raggiungimento del pieno impiego e (2) il presentarsi di difficoltà determinanti nel gestire le differenti istanze presentate dagli agenti coinvolti nei processi decisionali inerenti l'economia del settore pubblico e privato; ossia un deficit nelle capacità di programmazione delle attività economiche.

Il raggiungimento del pieno impiego è per ora un eventuale obiettivo più che una realtà. Le difficoltà nella programmazione costituiscono, come noto, uno dei problemi più rilevanti e caratteristici di tutti i processi decisionali che riguardano le attività economiche; ma esse non sono differenti rispetto a quelle che causano e che derivano da un crescente indebitamento pubblico come quello che stiamo vivendo da decenni.

Se si ritiene che le imprese private possano ottenere incrementi di produttività del lavoro e pagarli con soldi statali, infatti, si evidenzia ancora una volta che la crisi che stiamo vivendo non è solo una crisi da bassi consumi che determina bassi investimenti delle imprese che non saprebbero che cosa vendere se producessero quantità aggiuntive di merci. E non è neppure solo una crisi dovuta prima ai bassi investimenti

e poi ai bassi salari, come pure in buona parte è, dato che i salari reali progressivamente ridotti negli ultimi trent'anni hanno compresso molti bisogni che potrebbero essere soddisfatti mediante produzioni aggiuntive che non si riesce ad avviare per mancato coordinamento della domanda e dell'offerta.

La crisi attuale, cioè, per il modo in cui è stata avanzata anche la proposta economica di Confindustria, si presenta come una crisi di mancanza di capacità di impiego dei lavoratori disoccupati per produzioni in grado di soddisfare bisogni che sarebbero immediatamente solvibili. Che ci siano bisogni pronti ad essere soddisfatti è evidente dal fatto che altrimenti, in questo momento storico, non potremmo sperimentare una crisi. La richiesta di Confindustria, però, manifesta anche la difficoltà delle imprese di pagare salari maggiori per impiegare altri lavoratori e chiede quindi l'intervento dello stato, che però, per la normativa comunitaria ormai da più di venti anni, deve essere necessariamente finanziato con debito.

L'aiuto chiesto dalle imprese deve allora essere intercettato ma in maniera produttiva, ossia mediante una rivisitazione dei meccanismi di finanziamento della politica economica che non generi debito e quindi che impieghi altri strumenti, per non impedire una improcrastinabile uscita dalla crisi.

Se il lato dell'offerta delle imprese richiede di essere finanziato dallo stato, il lato della domanda dei lavoratori non permette un aumento degli acquisti, e l'azione dello stato non può essere attivata senza aumentare l'indebitamento, il finanziamento con moneta della spesa pubblica costituisce una opzione da affrontare nuovamente, perché anche se essa richiede l'elaborazione congiunta di forme di interazione fra gli individui che permettano di gestire e programmare le differenti esigenze di crescita e sviluppo attuali, bisogna essere consapevoli che

senza la produzione di queste capacità, non si potrà neppure realizzare un efficace contrasto alla crescita dell'indebitamento pubblico rispetto ai livelli di attività economica. Questo perché la causa dell'indebitamento crescente è rintracciabile proprio nella stessa carenza di quella capacità di programmazione dell'economia da parte pubblica che ha infatti indotto i paesi occidentali a vincolare la spesa pubblica in modo che ogni denaro speso dallo stato derivasse da un prestito privato. Riteniamo cioè che, da qualsiasi parte si guardi il sistema economico attuale,²⁸ il problema sia sempre connesso con la necessità di aumentare le capacità di coordinamento della domanda e dell'offerta. L'efficienza che raggiunge un sistema economico concorrenziale, infatti, dipende dalle condizioni che lo caratterizzano teoricamente, fra le quali ci sembra particolarmente interessante richiamare ora quella relativa alla reciproca indipendenza degli agenti, ossia dei lavoratori, degli imprenditori, e dei proprietari dei fattori produttivi.

Allorquando gli agenti, invece di essere indipendenti, interagiscono - e persino Sigmund Freud, il cui modello di interazione umana sembrava basato su una teoria che procedeva dalle pulsioni interne, dichiarava verso la fine della sua vita, che «l'Io rivela nella sua persistente dipendenza dal mondo esterno il sigillo indelebile della sua provenienza»²⁹ -, dalla loro interazione nascono strutture che necessitano di regolamentazione e quindi di cooperazione.

Ciò significa che gli agenti decideranno in vari modi come attuare *questa* produzione ma essa si aggiunge necessariamente a quella

²⁸ Anche a livello internazionale.

²⁹ S. Freud, *Compendio di psicoanalisi* [1938], Torino, Bollati Boringhieri, 1980, p. 78. Lo sviluppo successivo della psicoanalisi con la cosiddetta "svolta relazionale" conferma la natura essenzialmente interattiva dell'essere umano. Cfr., ad esempio: S. A. Mitchell, *Teoria e clinica psicoanalitica*, Milano, Raffaello Cortina Editore, 2016, pp. 33 e ss.

realizzata mediante azioni indipendenti, e non può da quelle essere sostituita.

È pertanto essenziale la scelta del metodo di finanziamento ma se la produzione pubblica è finanziata con debito verso i privati, si realizza un'attività con interessi contrastanti: di cooperazione, la programmazione pubblica; di concorrenza, il credito privato. Il finanziamento con moneta, in questo senso, supera la contrapposizione e fa emergere *direttamente* la necessità di coordinamento e programmazione, che mediante la crescita del debito pubblico, invece, emerge in ogni caso, anche se in maniera indiretta e con contrasti le cui probabilità di soluzione si realizzano solo nel lungo termine.

Conclusioni

Trecentottantasette milioni al giorno, questa la misura con cui è cresciuto il debito pubblico da gennaio a luglio, segnando un nuovo record assoluto a 2.252 miliardi. Anche se nel prossimo mese il debito scenderà notevolmente, termineremo l'anno con un fardello di una cinquantina di miliardi in più rispetto all'anno scorso.

Non è escluso, tra l'altro, che l'espedito di indicare un calo del debito nel 2016 riferendosi al rapporto debito/PIL possa non riuscire a causa della crescita tornata a zero nel secondo trimestre dell'anno.

Siamo di fronte a un paese fermo, che continua a mantenersi all'8,4% al di sotto dei livelli pre-crisi del 2008 e in cui la disoccupazione giovanile è tornata oltre il 39%.

Ingessati di fronte alle discussioni sulla riforma costituzionale, l'unica misura a cui si è in grado di pensare è ottenere nuova flessibilità (altro debito a carico di chi verrà) evitando nel contempo lo snellimento della burocrazia e la diminuzione della spesa statale.

Maurizio Mazziero

Stime debito pubblico sino a dicembre 2016

Debito pubblico ad agosto 2016:
2.226 miliardi (in forte riduzione)

Intervallo confidenza al 95%:
compreso tra 2.222 e 2.229 miliardi

Dato ufficiale verrà pubblicato il:
14 ottobre 2016

Debito pubblico a fine 2016:
compreso tra 2.205 e 2.218 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il:
13 gennaio 2017

Stima spesa per interessi a fine 2016

Spesa per interessi a luglio 2016: **35,6 miliardi di euro.**

Stime Mazziero Research spesa per interessi a fine 2016: **65,9 miliardi di euro.**

Nota per la distribuzione

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

Invito ad approfondire

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

Bibliografia

- 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*
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
Corriere della Sera, *Spesa pubblica, Perotti: «Dalle partecipate ai troppi sussidi, ecco perché le riforme hanno fallito»*, 4 settembre 2016
Fitch, *Fitch Affirms European Stability Mechanism & European Financial Stability Facility's Debt*, 17 giugno 2016
Fitch, *Fitch Affirms Greece at 'CCC'*, 2 settembre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Finland at 'AA+'; Outlook Stable*, 2 settembre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Portugal at 'BB+'; Outlook Stable*, 19 agosto 2016
Fitch, *Fitch Affirms Slovakia at 'A+'; Stable Outlook*, 12 agosto 2016
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 5 agosto 2016
Fitch, *Fitch Affirms Croatia at 'BB'; Outlook Negative*, 29 luglio 2016
Fitch, *Fitch Affirms Denmark at 'AAA'; Outlook Stable*, 29 luglio 2016
Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB+'; Outlook Stable*, 29 luglio 2016
Fitch, *Fitch Affirms Ireland at 'A'; Outlook Stable*, 15 luglio 2016
Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA'; Outlook Negative*, 1 luglio 2016
Fitch, *Fitch Downgrades the United Kingdom to 'AA'; Outlook Negative*, 27 giugno 2016
Fitch, *Fitch Affirms the United Kingdom at 'AA+'; Outlook Stable*, 10 giugno 2016
Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 10 giugno 2016
Fitch, *Fitch Affirms Estonia at 'A+'; Outlook Stable*, 20 maggio 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
FMI, *Lo staff del FMI conclude la missione 2016 in Italia ai sensi dell'articolo IV*, 23 maggio 2016
Ifiit, *Indice di fiducia sugli investimenti in innovazione tecnologica, Monthly Report*
Il Giornale, *Derivati, caos firmato Monti: guai per Grilli e Siniscalco*, 15 settembre 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, *Rapporto sul debito pubblico 2015*, 29 luglio 2016
 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 Slovenia's Baa3 rating to positive; Baa3 ratings affirmed*, 16 settembre 2016
 Moody's, *Moody's affirms Malta's A3 rating, stable outlook*, 2 settembre 2016
 Moody's, *Moody's downgrades Austria's rating to Aa1 from Aaa; stable outlook*, 24 giugno 2016
 Moody's, *Moody's downgrades Finland's rating to Aa1 from Aaa; stable outlook*, 3 giugno 2016
 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, procura Corte Conti chiede 4,1 mld a Morgan Stanley, Cannata e altri*, 14 settembre 2016
 Reuters, *Derivati, Eurostat: effetto negativo per 6,8 miliardi su conti Italia 2015*, 21 aprile 2016
 Standard & Poor's, *Ratings On Grand Duchy of Luxembourg Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Ratings On Portugal Affirmed At 'BB+/B'; Outlook Stable*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Kingdom of Denmark 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Republic of Austria 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Finland Outlook Revised To Stable On Gradual Economic Recovery; Ratings Affirmed At 'AA+/A-1+'*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Kingdom of Sweden 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 2 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Slovak Republic 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 29 luglio 2016
 Standard & Poor's, *Czech Republic 'AA-/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 22 luglio 2016

Standard & Poor's, *Greece 'B-/B' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable*, 22 luglio 2016

Standard & Poor's, *Croatia Ratings Affirmed At 'BB/B'; Outlook Remains Negative*, 15 luglio 2016

Standard & Poor's, *Belgium 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 15 luglio 2016

Standard & Poor's, *European Financial Stability Facility 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains Negative*, 8 luglio 2016

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

Standard & Poor's, *Long-Term Rating On Supranational Institution The European Union Lowered To 'AA' On Brexit Referendum; Outlook Stable*, 30 giugno 2016

Standard & Poor's, *Ratings On The United Kingdom Lowered To 'AA' On Brexit Vote; Outlook Remains Negative On Continued Uncertainty*, 27 giugno 2016

Standard & Poor's, *Slovenia Ratings Raised To 'A/A-1' On Strengthening Domestic Demand And Ongoing Fiscal Consolidation; Outlook Stable*, 17 giugno 2016

Standard & Poor's, *Ratings On Estonia Affirmed At 'AA-/A-1+'; Outlook Stable*, 10 giugno 2016

Standard & Poor's, *Republic of Ireland 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 3 giugno 2016

Standard & Poor's, *Latvia Ratings Affirmed At 'A-/A-2'; Outlook Stable*, 27 maggio 2016

Standard & Poor's, *State of The Netherlands 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 20 maggio 2016

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

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, 19 settembre 2016

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziro Research

<i>Italia 1 trim 2016: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2016
<i>Italia: economia a fine 2015</i>	17 febbraio 2016
<i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	16 novembre 2015
<i>Italia: economia a metà 2015</i>	16 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	18 maggio 2015
<i>Italia: economia a fine 2014</i>	16 febbraio 2015
<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	19 maggio 2014
<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2012
<i>Italia: economia a fine 2012</i>	18 febbraio 2013
<i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	20 novembre 2012
<i>Italia: economia a metà 2012</i>	10 settembre 2012
<i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	11 giugno 2012
<i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>	18 febbraio 2012
<i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.</i>	13 dicembre 2011
<i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i>	16 agosto 2011
<i>Italia 1q2011: Pil, debito & Co.</i>	17 maggio 2011
<i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>	29 marzo 2011

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

QUADERNO DI RICERCA

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

Anno VI, Numero 3; ISSN 2283-7035

Italia economia a metà 2016

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2016 – Tutti i diritti riservati