

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2017

Italia 3 trim 2017 - Pil debito & Co

*Osservatorio trimestrale
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno VII - Numero 4

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

Il barometro dell'economia italiana	Pag. 5
Introduzione	Pag. 7
I rating	Pag. 8
Il debito pubblico	Pag. 11
<i>Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2018</i>	Pag. 12
<i>L'eterno cantiere delle clausole di salvaguardia</i>	Pag. 14
Le entrate e le uscite	Pag. 15
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 16
<i>Stima spesa per interessi a fine 2017</i>	Pag. 17
<i>Quanto rende investire in Bot</i>	Pag. 22
<i>Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?</i>	Pag. 23
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 24
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 25
L'inflazione	Pag. 29
La disoccupazione	Pag. 33
Approfondimenti	Pag. 32
<i>Il commento di Andrew Lawford:</i>	
<i>IFRS 9 e l'incubo della valutazione dei crediti</i>	Pag. 39
<i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i>	
<i>Perché la decisione sull'età pensionabile non è una questione tecnica</i>	Pag. 42
Conclusioni	Pag. 51
Sommario delle stime Mazziario Research	Pag. 53
Bibliografia	Pag. 54

Gli autori di questo numero

Per l'Osservatorio:

Per gli Approfondimenti:

Maurizio Mazziario

Andrew Lawford

Gabriele Serafini

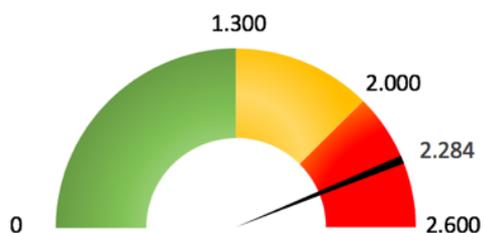
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

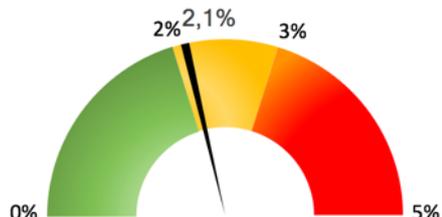
Il barometro dell'economia italiana

(Nota bene. L'utilizzo di questi indicatori è libero citando come fonte: Osservatorio dati economici – Mazziere Research)

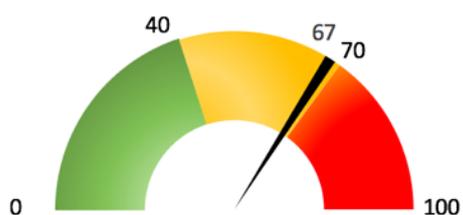
Debito pubblico settembre 2017 (€mld)



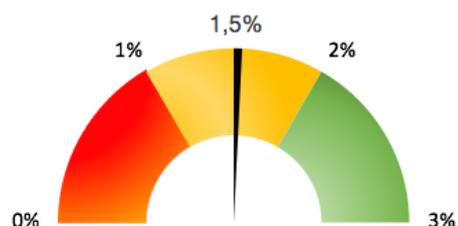
Deficit/PIL stima 2017



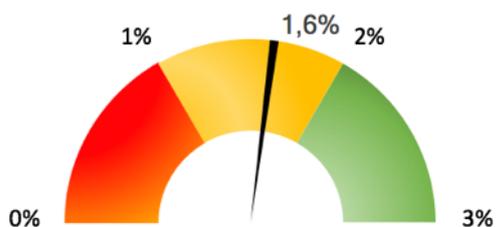
Stima spesa interessi 2017 (€mld)



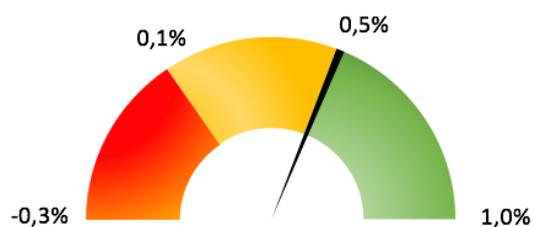
Avanzo Primario/PIL 2016



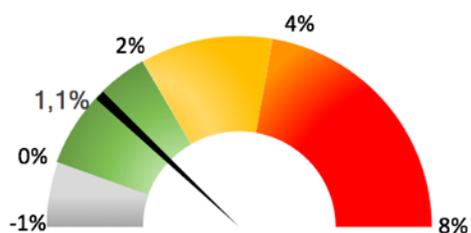
Stima PIL Annuale 2017



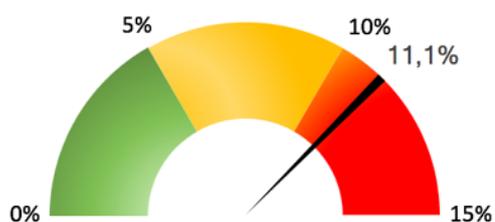
Crescita - PIL Trimestrale 3q2017



Inflazione Annuale (IPCA)



Disoccupazione



Il barometro dell'economia italiana è un semplice strumento pensato per fornire un colpo d'occhio immediato sulla situazione economica del nostro paese. Di seguito vengono fornite alcune informazioni aggiuntive per l'interpretazione delle misurazioni.

Indicazioni generali

Il barometro presenta sei misurazioni per sei parametri economici distinti; ciascun indicatore semicircolare è composto da tre zone (quattro per l'inflazione) di colore differente:

- **Verde:** il valore è nella norma, l'indicazione è positiva.
- **Giallo:** il valore si trova in una zona che presenta delle criticità.
- **Rosso:** Il valore è al di fuori della normalità e richiede estrema attenzione.
- **Grigio (solo per inflazione):** deflazione, anomala quando è causata da una contrazione dei consumi.

Tutti i valori si riferiscono all'ultimo dato ufficiale disponibile.

Debito pubblico/PIL (anno precedente) o Debito pubblico corrente in miliardi

Viene considerato normale un debito/PIL sino all'80%, che eccede i parametri di Maastricht ma è in linea con gli orientamenti del Fondo Monetario Internazionale. Mentre risulta patologico un rapporto superiore al 120%.

Deficit/PIL (stima anno corrente)

Viene considerato normale un deficit/PIL sino al 2%, straordinariamente può portarsi sino al 3%, mantenendosi in linea con i parametri di Maastricht; mentre risulta allarmante il superamento di tale soglia.

Spesa per interessi/PIL (anno precedente) o Stima spesa inter. (anno corrente)

Viene considerato normale un rapporto spesa per interessi/PIL sino al 2%; costituisce una soglia di attenzione per valori compresi tra il 2 e il 4%, oltre tale soglia si entra in una zona di criticità soprattutto se i rendimenti dei titoli di Stato dovessero salire.

Avanzo primario/PIL (anno precedente)

Questa misura è principalmente valutata in relazione al parametro precedente, in quanto rappresenta il valore che deve essere ottenuto per finanziare la spesa per interessi e contenere il deficit/PIL; ne consegue che un avanzo primario dell'1% è totalmente insufficiente, tra l'1 e il 2% presenta delle criticità in quanto non riesce a compensare una porzione sufficiente di spesa per interessi, mentre inizia ad essere positivo a partire dal 3%, tenendo comunque presente che se la spesa per interessi in rapporto al PIL è maggiore si continuerà ad andare in deficit e ad ampliare il debito.

Crescita acquisita – PIL annuale (anno corrente) o Stima PIL annuale

Viene considerata scarsa una crescita al di sotto dell'1% annuo, contenuta sino al 2% e buona oltre tale soglia; questi valori sono definiti considerando le condizioni generali relative all'Unione Europea nel suo complesso e non possono essere raffrontate ad altri paesi.

Crescita – PIL trimestrale (trimestre precedente)

La lettura congiunta fra PIL annuale e trimestrale permette di cogliere prontamente se vi sono segnali di miglioramento o arretramento; una lettura negativa e al di sotto dell'1% viene considerata insufficiente, tra lo 0,1 e lo 0,5% trimestrale contenuta, mentre si può definire buona oltre tale soglia.

Inflazione annuale (Indice IPCA)

Valori negativi indicano una deflazione: vi sono economie che presentano letture deflative pur avendo un buon livello di crescita (la Svizzera); quando invece la deflazione è generata da un calo dei consumi questo fatto assume un aspetto patologico. Valori compresi tra 0 e 2% sono considerati normali, mentre oltre questa soglia (che rappresenta l'obiettivo della BCE) iniziano ad apparire segnali di surriscaldamento dell'economia. Oltre il 4% la situazione potrebbe diventare critica e rendere sempre più difficile il suo contenimento.

Disoccupazione

Una disoccupazione entro il 5% indica di fatto piena occupazione, tra il 5 e il 10% dovrebbe suggerire degli sforzi per contenerla, oltre il 10% si può considerare critica.

*La scomparsa del senso critico costituisce una seria minaccia
per la preservazione della nostra società.
Rende facile ai ciarlatani imbrogliare la gente.
Ludwig von Mises*

Introduzione

Siamo giunti al XXVIII Osservatorio sui dati economici italiani, sette anni di uscita regolare, trimestre dopo trimestre, ed è un grande orgoglio per me e per tutta la redazione essere arrivati a questo traguardo.

Quando iniziammo a progettare questa pubblicazione, di debito pubblico se ne parlava poco e di conti pubblici ancor meno. Fummo tra le poche testate a seguire la crisi in tutto il suo percorso.

Oggi l'attenzione sull'argomento è notevolmente aumentata, i media riportano le notizie più rilevanti, nascono nuove iniziative simili.

Siamo consapevoli che ciò non sia merito nostro, ma al tempo stesso possiamo ambire al fatto di essere stati dei precursori.

In ogni nuova uscita cerchiamo di introdurre dei miglioramenti, da questo numero abbiamo cercato di snellire la sezione di analisi, rendendola veloce nella ricerca e nella lettura: un breve titolo indica l'argomento, la descrizione è ridotta all'essenziale, a ciò che davvero conta.

Con gli approfondimenti, anche questa volta, entriamo su un paio di temi caldi del dibattito politico: la nuova normativa che imporrà alle banche di attuare dal 2018 le svalutazioni dei crediti in sofferenza e lo spostamento dell'età di pensionamento a fronte dell'allungamento dell'aspettativa di vita.

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-	Stabile	Aa3	Stabile	A+	Stabile
Cipro	BB+	Stabile	BB	Positivo	Ba3	Positivo	NA	NA
Croazia	BB	Positivo	BB	Negativo	Ba2	Stabile	BB+	Stabile
Danimarca	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Estonia	AA-	Stabile	A+	Positivo	A1	Stabile	A	Stabile
Finlandia	AA+	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Stabile	AA+	Stabile
Francia	AA	Stabile	AA	Stabile	Aa2	Stabile	A	Stabile
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Grecia	B-	Positivo	B-	Positivo	Caa2	Positivo	CCC	Stabile
Irlanda	A+	Stabile	A	Stabile	A2	Stabile	BBB	Stabile
Italia	BBB	Stabile	BBB	Stabile	Baa2	Negativo	BBB-	Negativo
Lettonia	A-	Positivo	A-	Stabile	A3	Stabile	BBB-	Stabile
Lussemburgo	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Malta	A-	Stabile	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	BBB-	Stabile	BB+	Positivo	Ba1	Positivo	BB+	Stabile
Regno Unito	AA	Negativo	AA	Negativo	Aa2	Stabile	A+	Stabile
Slovacchia	A+	Stabile	A+	Stabile	A2	Positivo	NA	NA
Slovenia	A	Positivo	BBB+	Positivo	Baa1	Stabile	NA	NA
Spagna	BBB+	Positivo	BBB+	Positivo	Baa2	Stabile	BBB+	Stabile
Stati Uniti	AA+	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	A-	Stabile
Svizzera	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	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)

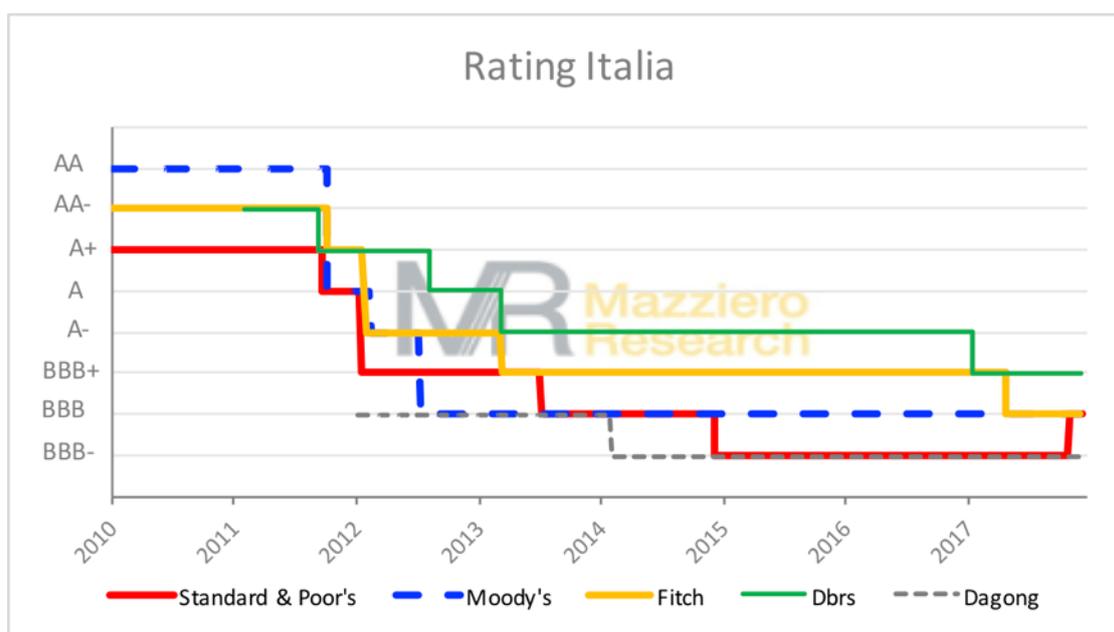
I fatti

- 7 luglio 2017, Fitch conferma l'Irlanda ad A, con outlook stabile.
- 14 luglio 2017, DBRS conferma l'Italia a BBB (High), con outlook stabile.
- 21 luglio 2017, Moody's conferma l'Estonia ad A1, con outlook stabile.
- 21 luglio 2017, Fitch promuove la Spagna a BBB+, con outlook positivo.
- 21 luglio 2017, Fitch conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 21 luglio 2017, S&P promuove la Grecia a B-, con outlook positivo.
- 28 luglio 2017, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 28 luglio 2017, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 28 luglio 2017, S&P conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 28 luglio 2017, Moody's promuove Cipro a Ba3, con outlook positivo.
- 11 agosto 2017, Fitch conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 18 agosto 2017, Fitch promuove la Grecia a B-, con outlook positivo.
- 1 settembre 2017, Moody's promuove il Portogallo a Ba1, con outlook positivo.
- 1 settembre 2017, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 1 settembre 2017, S&P conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 8 settembre 2017, Moody's promuove la Slovenia a Baa1, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, Moody's promuove l'Irlanda ad A2, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 15 settembre 2017, S&P promuove il Portogallo a BBB-, 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

- 22 settembre 2017, Moody's declassa il Regno Unito a Aa2, con outlook stabile.
- 22 settembre 2017, S&P promuove la Croazia a BB, con outlook positivo.
- 22 settembre 2017, S&P promuove la Lettonia ad A-, con outlook positivo.
- 29 settembre 2017, S&P conferma la Spagna a BBB+, con outlook positivo.
- 29 settembre 2017, Fitch conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 29 settembre 2017, Fitch conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 6 ottobre 2017, S&P conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 6 ottobre 2017, Moody's conferma l'Italia a Baa2, con outlook negativo.
- 13 ottobre 2017, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 20 ottobre 2017, Fitch promuove Cipro a BB, con outlook positivo.
- 20 ottobre 2017, S&P conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 20 ottobre 2017, Fitch conferma l'Italia a BBB, con outlook stabile.
- 27 ottobre 2017, Fitch conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 27 ottobre 2017, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 27 ottobre 2017, S&P promuove l'Italia a BBB, con outlook stabile.
- 27 ottobre 2017, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 27 ottobre 2017, S&P conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 27 ottobre 2017, S&P conferma l'EFSF ad AA, con outlook stabile.
- 10 novembre 2017, Fitch promuove l'Estonia ad A+, con outlook positivo.
- 17 novembre 2017, S&P conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 17 novembre 2017, S&P conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.



*Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)*

L'analisi

Apertura di credito sull'Italia da parte di S&P

Standard & Poor's, che manteneva insieme a Dagong il peggior giudizio, ha promosso l'Italia di un livello portandola a BBB con outlook stabile. Nelle note dell'agenzia il miglioramento delle prospettive economiche, la crescita di occupazione e investimenti. Nel contempo S&P si attende un ulteriore consolidamento del settore bancario.

Moody's resta cauta, pesano le banche

Molto più fredda Moody's che continua ad esprimere una valutazione negativa sul settore bancario italiano. L'agenzia sottolinea l'enorme stock di sofferenze e la scarsa capacità di ricapitalizzazione a causa di un contesto con debole redditività accompagnato a una "significativa esposizione" al governo italiano. Il leggero rafforzamento della crescita economica mitiga solamente un quadro d'insieme problematico.

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2016		2017	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.195.102	22.252	2.250.846	32.936
Febbraio	2.216.563	21.461	2.240.141	-10.705
Marzo	2.231.216	14.653	2.260.551	20.410
Aprile	2.233.195	1.979	2.270.958	10.407
Maggio	2.244.057	10.862	2.279.249	8.291
Giugno	2.251.002	6.945	2.281.415	2.166
Luglio	2.256.163	5.161	2.299.968	18.553
Agosto	2.225.260	-30.903	2.279.222	-20.746
Settembre	2.213.232	-12.028	2.283.667	4.445
Ottobre	2.224.311	11.079		
Novembre	2.231.117	6.806		
Dicembre	1.990.046	-13.207		
Totale		45.060		65.757

Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2016 al 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Debito a settembre 2017: 2.284 miliardi; al di sotto del record storico di luglio.
- L'incremento del debito nei primi 9 mesi del 2017 è stato di 66 miliardi, nello stesso periodo del 2016 era stato di 40 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2017, è di 41.116 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 984 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 75,7%, oltre il triplo dell'inflazione che secondo la ricostruzione Istat dal 2001 mediante l'indice concatenato indica un dato di poco superiore al 25%.

L'analisi

Il debito non molla la presa

La **Tabella 3** mostra come il debito pubblico resti il tallone di Achille dell'Italia; l'evoluzione è costantemente in salita salvo rare e sporadiche riduzioni (**Figura 2**). Sebbene febbraio e agosto abbiano presentato riduzioni complessive per oltre 30 miliardi, il saldo dei primi 9 mesi del 2017 è di 66 miliardi, molto al di sopra dei 40 miliardi dello stesso periodo dell'anno precedente.

Ciò significa che **la dinamica del debito non è ancora sotto controllo** e ciò potrebbe impattare negativamente sui conti presentati a Bruxelles; la Commissione Europea ha infatti già segnalato la non rispondenza del percorso di stabilizzazione inviando una lettera al Ministro Padoan.

I rischi evidenziati dalla Commissione Europea

Secondo la Commissione Europea: 1) i dati di crescita nominale inferiori alle previsioni; 2) gli scarsi progressi nelle privatizzazioni; 3) le previste operazioni di supporto al settore bancario; 4) l'enorme livello del debito pubblico creano rischi di non raggiungimento degli obiettivi di bilancio concordati. Quindi la Commissione indica che "l'adozione della Finanziaria per il 2018 dovrà prevedere una riduzione strutturale del deficit di almeno lo 0,3% del PIL".

Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2018

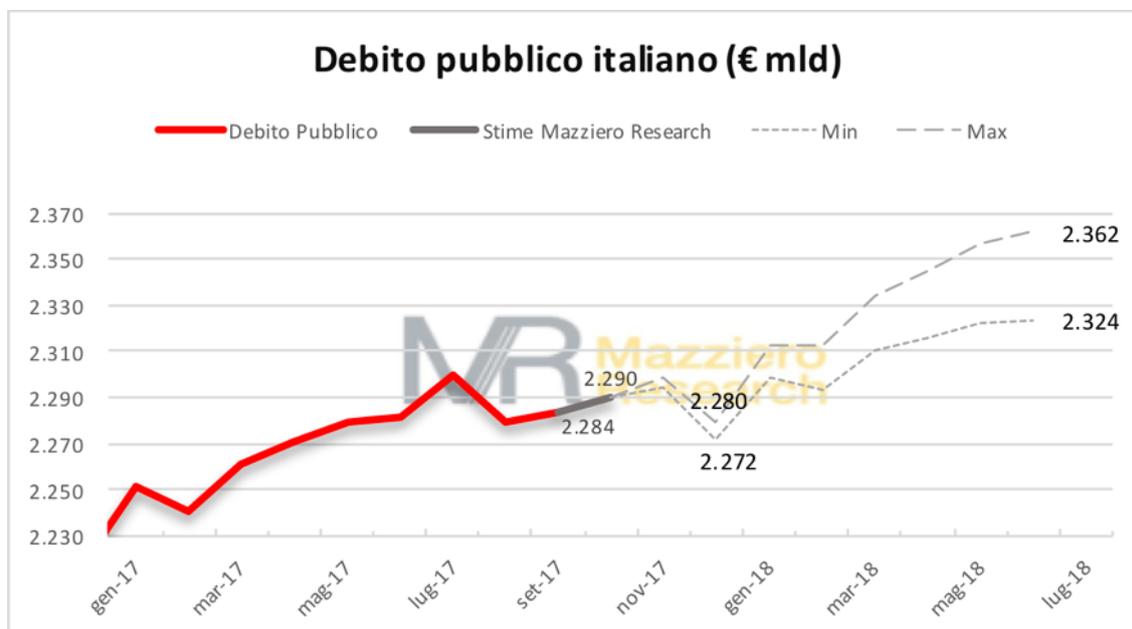


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime a giugno 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

La stima a fine 2017

Compreso tra 2.272 e 2.280 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 febbraio 2018

La stima a giugno 2018

Compreso tra 2.324 e 2.362 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà agosto 2018

L'analisi Mazziere Research

Il debito pubblico continuerà a crescere anche nella prossima rilevazione relativa al mese di ottobre (stima a **2.290 miliardi**), sfiorando poi i 2.300 miliardi nel mese di novembre. Chiuderà l'anno in forte calo **tra 2.272 e 2.280 miliardi**, per tornare a crescere nuovamente nel primo semestre del 2018.

		Affidabilità stime Mazziere Research sul debito pubblico italiano											
Valori in miliardi €		Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic
	Stime MR	2.188	2.214	2.229	2.233	2.242	2.255	2.252	2.226	2.215	2.224	2.231	2.214
2016	Dato Ufficiale	2.195	2.217	2.231	2.233	2.244	2.251	2.256	2.225	2.213	2.224	2.231	2.218
	Δ (Uff - Stima)	7	3	2	0	2	-4	4	-1	-2	0	0	4
	Stime MR	2.248	2.239	2.257	2.269	2.277	2.279	2.301	2.276	2.280	2.290		
2017	Dato Ufficiale	2.251	2.240	2.261	2.271	2.279	2.281	2.300	2.279	2.284			
	Δ (Uff - Stima)	3	1	4	2	2	2	-1	3	4			

Tabella 4: Affidabilità delle stime Mazziere Research sul debito pubblico

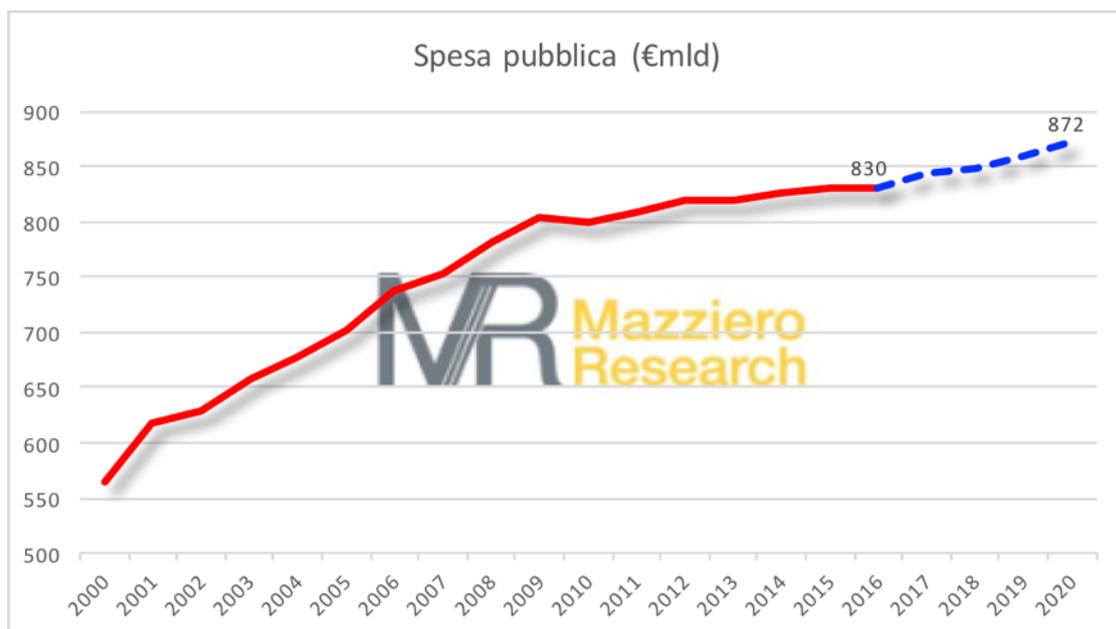


Figura 3: Evoluzione della spesa pubblica in Italia
(Elaborazione su dati Istat e NaDEF 2017)

Spesa pubblica un mostro in continua crescita

Il problema largamente sottovalutato dal racconto governativo è il continuo aumento della spesa pubblica (**Figura 3**); certamente un ritorno della crescita del PIL rende in qualche modo più sostenibile questo aspetto, ma un aumento del debito in termini assoluti porta sempre a un incremento della spesa per interessi, esponendo ancor più i conti pubblici quando i rendimenti inizieranno a salire (si veda a proposito la sezione sullo **Stock di titoli di Stato**).

Ricordiamo che quando si parla di debito pubblico si ricomprende il debito di tutta la Pubblica Amministrazione e quindi risulta superiore al circolante di titoli di Stato che finanzia principalmente lo Stato centrale.

(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	1.907.781	56.568	3,06%	2,90%
Anno 2012	1.990.046	82.265	4,31%	3,30%
Anno 2013	2.070.228	80.182	4,03%	1,30%
Anno 2014	2.137.316	67.088	3,24%	0,20%
Anno 2015	2.173.329	36.013	1,68%	0,10%
Anno 2016	2.218.471	45.142	2,08%	0,50%
Settembre 2017	2.283.667	65.757	2,96%	1,10%
Incremento		983.887	75,66%	

Tabella 5: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a settembre 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

L'eterno cantiere delle clausole di salvaguardia

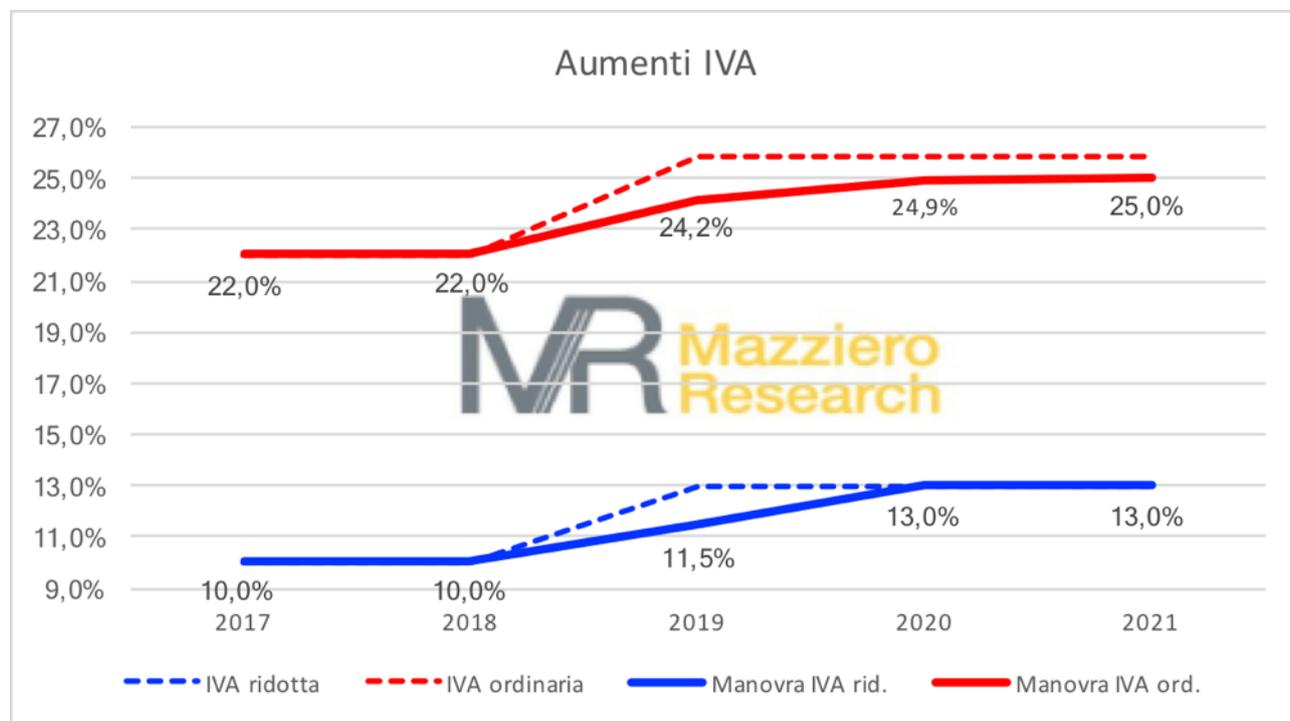


Figura 4: Evoluzione delle clausole di salvaguardia attive
(Elaborazione su testo legge di stabilità 2018)

Le **clausole di salvaguardia** rappresentano una palla al piede che viene continuamente trascinata negli anni senza trovare mai una definitiva risoluzione. Gli **aumenti Iva** sono stati disattivati per il 2018 e parzialmente per il 2019 per 21,4 miliardi (Fonte UpB); restano tuttavia attivi incrementi di IVA e accise per il 2019 e 2020 come si può osservare dalla **Figura 4** e dalla **Tabella 6**.

Clausole di salvaguardia attive post DL 148/2017 e DDL di bilancio 2018	2018	2019	2020
Incremento aliquota IVA dal 10% all'11,5% dal 2019 (art. 2, c. 1, DDLB 2018)		3.479	3.479
Incremento aliquota IVA dall'11,5% al 12% dal 2019 (art. 2, c. 1, DDLB 2018)		1.160	1.160
Incremento aliquota IVA dal 12% al 13% dal 2020 (art. 2, c. 1, DDLB 2018)			2.319
Incremento aliquota IVA dal 22% al 24,2% dal 2019 (art. 2, c. 1, DDLB 2018)		7.834	7.834
Incremento aliquota IVA dal 24,2% al 24,9% dal 2019 (art. 2, c. 1, DDLB 2018))			4.021
Incremento accise sui carburanti dal 2020 (art. 2, c. 1, DDLB 2018)			350
Totale aumenti di gettito previsti nel caso non si individuino misure alternative	0	12.472	19.162

Tabella 6: Clausole di salvaguardia attive
(Fonte: Ufficio parlamentare di Bilancio)

Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2016			2017		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	35.938	12.177	23.761	38.672	33.180	5.492
Febbraio	32.763	64.658	-31.895	30.127	16.487	13.640
Marzo	30.346	31.728	-1.382	32.843	43.930	-11.087
Aprile	30.769	39.198	-8.429	32.846	46.147	-13.301
Maggio	38.353	27.771	10.582	35.339	67.196	-31.857
Giugno	48.735	60.554	-11.819	35.909	30.448	5.461
Luglio	49.172	36.368	12.804	53.514	51.629	1.885
Agosto	37.143	33.139	4.004	48.374	31.024	17.350
Settembre	34.534	43.157	-8.623	32.139	29.238	2.901
Ottobre	35.808	48.172	-12.364			
Novembre	36.594	58.281	-21.687			
Dicembre	92.486	89.064	3.422			
Totale	502.641	544.267	-41.626	339.763	349.279	-9.516

Tabella 7: Andamento entrate e uscite statali nel 2016 e 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Nei primi 9 mesi 2017 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 9,5 miliardi.
- Nel medesimo periodo del 2016 il disavanzo era stato di 11,0 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi 2017 è stata di 37,8 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi 2016 è stata di 37,5 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi 2017 è stata di 38,8 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi 2016 è stata di 38,8 miliardi.
- Nei primi 9 mesi del 2017 le entrate tributarie ammontano a 316.349 milioni di euro (+2.891 milioni di euro rispetto al 2016, pari a +0,9%). Le imposte dirette si attestano a 170.475 milioni di euro -437 milioni di euro, pari a -0,3%) e le imposte indirette risultano pari a 145.874 milioni di euro (+3.328 milioni di euro, pari a +2,3%).

L'analisi

Entrate e uscite vicine all'equilibrio, ma ancora in disavanzo

Dalla **Tabella 7** probabilmente non si coglie il fatto che il disavanzo dei primi 9 mesi 2017 (9,5 miliardi) è appena sotto a quello del corrispondente periodo 2016 (11,0 miliardi). La differenza si comprende meglio guardando i dati posti nella sezione dei Fatti, in cui le entrate, solo leggermente maggiori, si fronteggiano a uscite pari all'anno scorso. La **Tabella 8** di confronto mostra peraltro che gli scostamenti sono minimali.

La ripresa si vede anche dalla crescita delle imposte indirette

Il confronto con i primi 9 mesi del 2016 delle entrate di competenza da imposte indirette vede un incremento del 2,8% per l'IVA e dell'1,6% sulle accise degli oli minerali; ancor maggiore è il gettito degli incassi che aumenta del 28,3%. Questi dati, seppur ancora non confermati dai redditi dei lavoratori, confermano la ripresa economica per beni e servizi.

Entrate	Uscite	Differenza
223	59	165

Tabella 8: Scostamento media entrate e uscite mensili tra primi 9 mesi 2016 e 2017
(€/mln)
(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	77.605	4,50%
Anno 2014	1.782.233	6,38	74.337	4,17%
Anno 2015	1.814.445	6,52	68.040	3,75%
Anno 2016	1.867.214	6,76	66.475	3,56%
1 Trim. 2017	1.905.638	6,75	21.211	NA
2 Trim. 2017	1.922.500	6,89	13.813	NA
3 Trim. 2017	1.921.804	6,86	20.689	
Ottobre 2017	1.929.093	6,84	NA	NA

*Tabella 9: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a ottobre 2017
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

I fatti

- Circolante Titoli di Stato a ottobre 2017 pari a 1.929 miliardi.
- Vita media residua a 6,84 anni, in aumento dai minimi di luglio 2014 a 6,31.
- Spesa per interessi a fine 2016 pari a 66,3 miliardi.
- Spesa per interessi a settembre 2017 pari a 55,7 miliardi.
- Dal 2006 a ottobre 2017 sono stati pagati 869 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi ad agosto 2017: BOT -0,33%, BTP 1,23%, CCT 0,70%.

L'analisi

Circolante di titoli di Stato vicino ai massimi storici

Permane il trend di crescita del circolante di titoli di Stato, giunto a 1.929 miliardi (**Figura 6 e Tabella 9**) non molto al di sotto del massimo storico di 1.943 miliardi segnato all'inizio del secondo semestre di quest'anno.

Gli approfondimenti di questa sezione

Nei Riquadri vengono riportati dei brevi approfondimenti su temi specifici:

- **Riquadro 3:** evoluzione della spesa per interessi e le stime sino a fine anno.
- **Riquadro 4:** il rendimento di un investimento a un anno in BOT.
- **Riquadro 5:** evoluzione degli acquisti BCE di titoli italiani e le stime sino a settembre 2018 (data sinora programmata per la fine del programma di Quantitative Easing).

Stima spesa per interessi a fine 2017

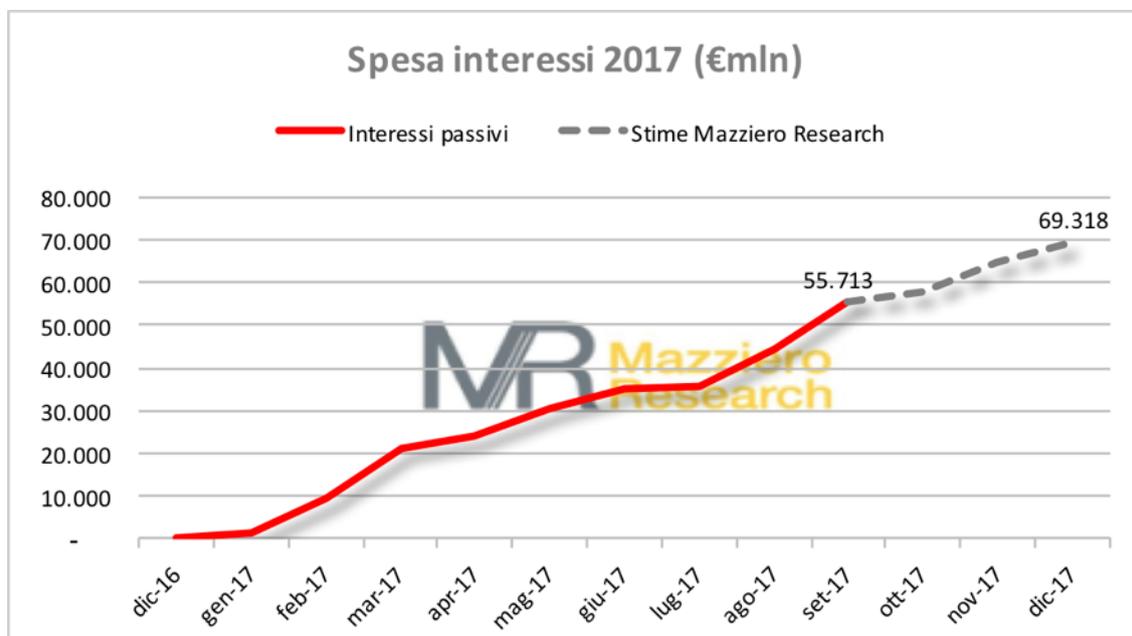


Figura 5: Stima spesa per interessi a fine 2017
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)

La stima a fine 2017

Spesa per interessi a settembre 2017: **55,7 miliardi di euro.**

Stime spesa per interessi a fine 2017: **69,3 miliardi di euro.**

Nota: dopo alcuni mesi viene comunicata dalla Ragioneria Generale la spesa per interessi finale, il dato annuale è generalmente inferiore di circa 2 miliardi rispetto alla somma dei singoli mesi, è quindi plausibile una cifra finale di 67,3 miliardi.

L'analisi Mazziere Research

La spesa per interessi nei primi 9 mesi del 2017 si presenta in linea e solo lievemente al di sopra a quella dell'anno scorso. L'attuale clima di tranquillità dei mercati e di rendimenti relativamente contenuti ci porta a stimare la spesa finale per interessi, dopo le rettifiche della **Ragioneria Generale**, intorno ai **67 miliardi di euro.**

Affidabilità stime Mazziere Research sulla spesa per interessi													
Valori in miliardi €	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic	
2016	Stime MR	1,2	8,6	11,1	2,5	8,1	5,8	1,4	8,3	11,5	2,1	8,5	5,5
	Dato Ufficiale	0,7	7,3	12,5	2,3	6,7	5,2	0,8	8,1	11,6	1,7	6,9	4,6
	Δ (Uff - Stima)	-0,5	-1,2	1,5	-0,2	-1,4	-0,6	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-1,6	-0,9
2017	Stime MR	0,8	7,5	12,9	2,4	6,9	5,4	0,8	8,3	11,9	1,8	7,1	4,7
	Dato Ufficiale	1,5	8,0	11,7	2,6	6,5	4,7	0,9	8,2	11,6	-	-	-
	Δ (Uff - Stima)	0,8	0,4	-1,2	0,2	-0,4	-0,7	0,1	-0,1	-0,3	-	-	-

Tabella 10: Affidabilità delle stime Mazziere Research su spesa per interessi

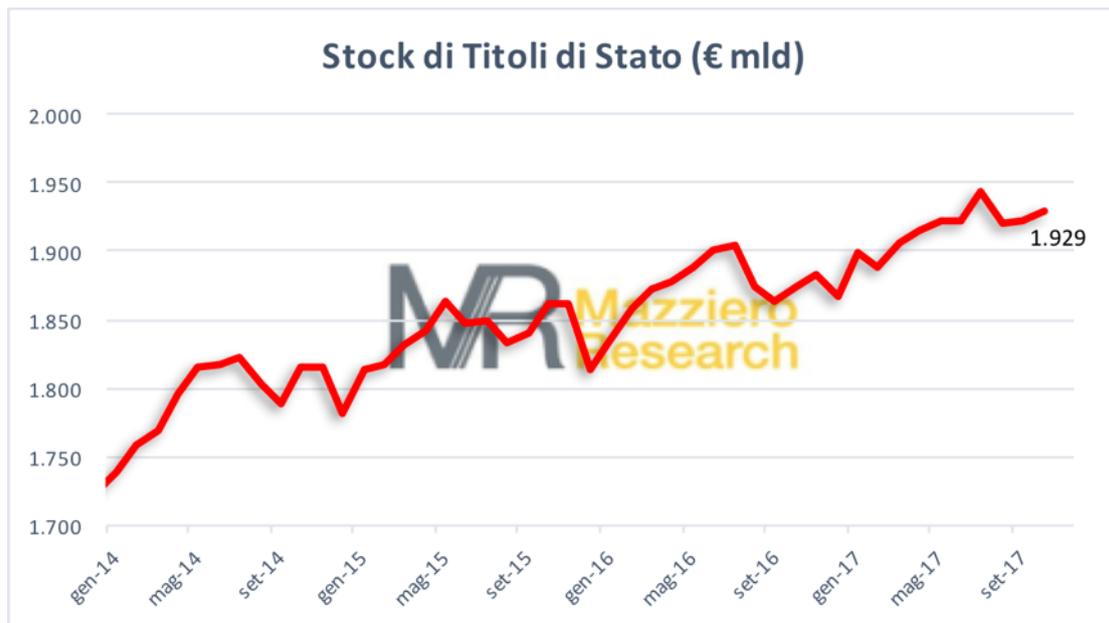


Figura 6: Circolante di Titoli di Stato dal 2014 a ottobre 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)

Scende leggermente la vita residua dei titoli in circolazione

La **Figura 7** mostra l'evoluzione della vita media residua del circolante di titoli di Stato, che appare in leggera contrazione; nel complesso la durata media resta molto vicino ai massimi storici, segno del continuo lavoro del **Dipartimento del Tesoro** nello sfruttare il momento favorevole dei bassi rendimenti.

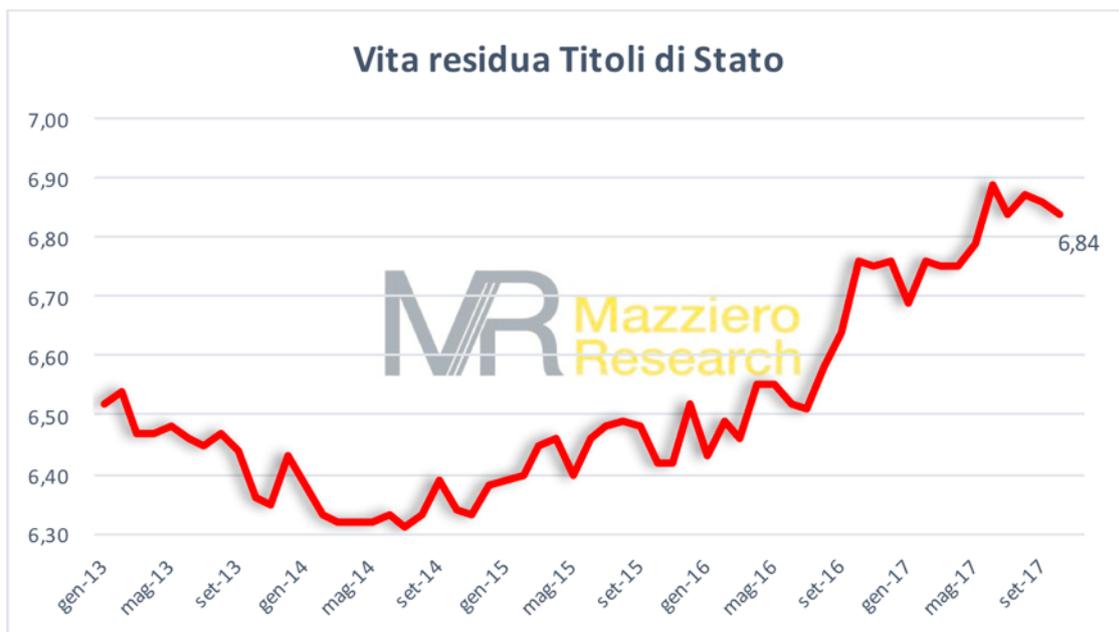


Figura 7: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 a ottobre 2017
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

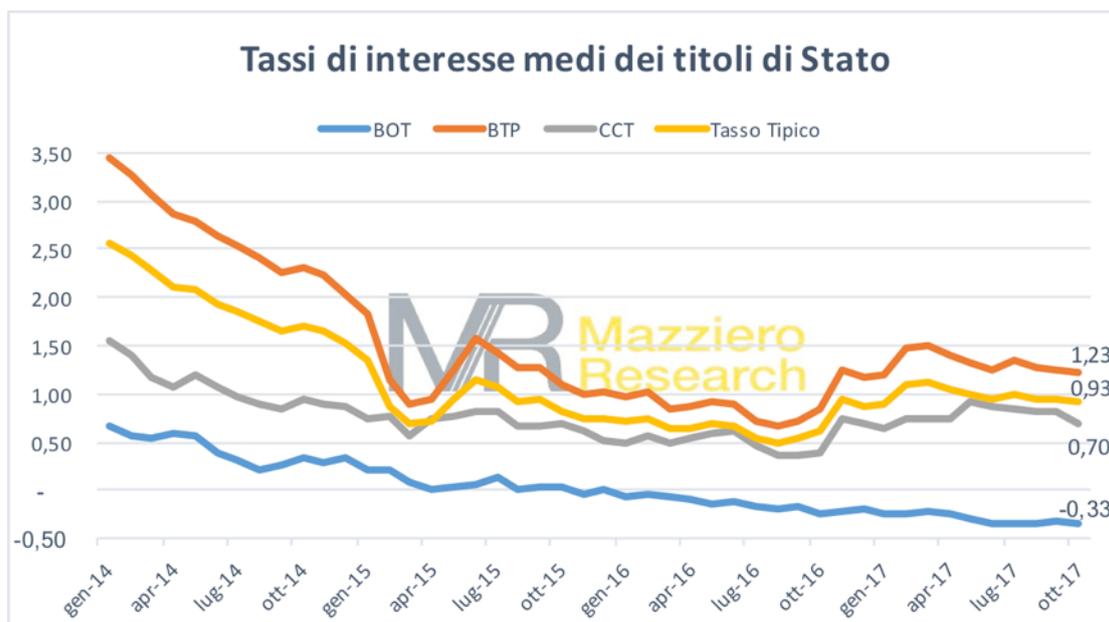


Figura 8: Tassi di interesse medi dei Titoli di Stato da gen. 2014 a ottobre 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Rendimenti ancora sottozero per i BOT, calano leggermente anche BTP e CCT

Permangono in territorio negativo i rendimenti dei BOT, al tempo stesso si assiste a un nuovo ribasso anche per BTP e CCT, dopo la salita dei mesi scorsi. La **Figura 8** mostra comunque il forte divario fra il titolo a breve termine a 365 giorni (BOT) e la media dei titoli a tasso fisso (BTP) e variabile (CCT) di lunga durata; il tasso tipico mostra il rendimento medio dei titoli di Stato pesato per il circolante di ciascuna tipologia.

Ogni mezzo punto di rialzo dei tassi peggiora i conti pubblici di oltre 2 miliardi l'anno

La **Tabella 11** mostra la sensibilità mensile e annuale alla variazione dei tassi; questa viene calcolata applicando la variazione alla media mensile delle emissioni lorde degli ultimi 12 mesi. Si può osservare che per ogni incremento dei rendimenti dello 0,50% si avrebbe una maggiore spesa nel servizio del debito di **180 milioni al mese**, pari a quasi **2,2 miliardi l'anno** (differenze dovute ad arrotondamenti). Tali maggiori oneri avrebbero una progressione geometrica in quanto al secondo anno si sommerebbero le maggiori spese di interessi delle emissioni dell'anno precedente con quelle delle emissioni dell'anno in corso.

Variazione tasso	Sensibilità mese (€ mln)	Sensibilità anno (€ mln)
0,50%	180	2.156
0,75%	270	3.235
1,00%	359	4.313
1,25%	449	5.391
1,50%	539	6.469
1,75%	629	7.548
2,00%	719	8.626

Tabella 11: Sensibilità alla variazione dei tassi
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF)

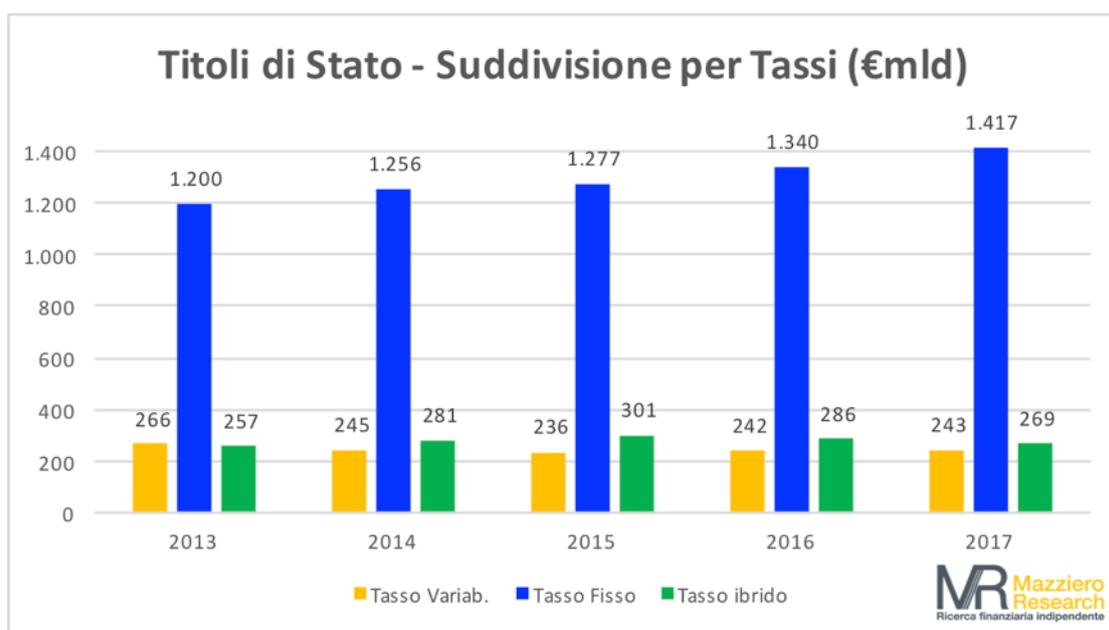


Figura 9: Suddivisione per tassi del circolante da fine 2013 a ottobre 2017 (Elaborazione su dati MEF)

Predomina il tasso fisso nel circolante di titoli di Stato

La maggiore consistenza dello stock di titoli di Stato la troviamo nel tasso fisso (**Figura 9**), che continua peraltro ad aumentare; molto più contenuta e stabile la quota di circolante in tasso variabile e ibrido, intendendo con questo termine i titoli che hanno come rendimento una qualche forma di indicizzazione o un aggancio a una valuta estera.

I BTP fanno la parte del leone

Nella **Tabella 12** possiamo osservare la ripartizione dello stock per titolo emesso:

- **Tasso fisso:** preponderanza di BTP, i CTZ hanno un apporto marginale.
- **Tasso variabile:** medesimo apporto tra titoli a breve (BOT) e a lungo termine (CCT).
- **Tasso ibrido:** preponderanza di titoli agganciati all'inflazione europea (BTP €i) e italiana (BTP Italia).

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
114.341	-	129.075	42.512	1.374.484
BTP €i	BTP Italia	BTP atipici	Eestero €	Eestero Valuta
146.343	77.541	364	42.216	2.218

Tabella 12: Composizione per titolo del circolante (Elaborazione su dati MEF)

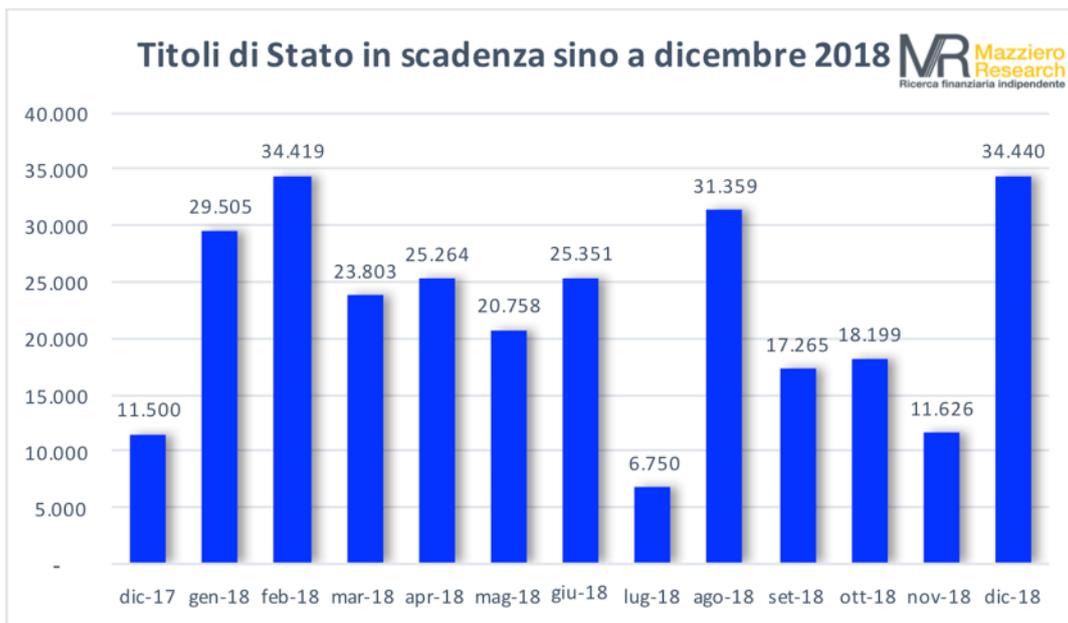


Figura 10: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2018 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF)

Scadenze mensili equilibrate e distribuzione annuale graduale

Osservando la **Figura 10** possiamo notare come gli importi in scadenza nel 2018 siano abbastanza uniformi e compresi tra i 20 e i 35 miliardi; alcune scadenze del secondo semestre appaiono più scariche, ma aumenteranno a seguito delle prossime emissioni di BOT semestrali. Se dovessimo confrontare questo grafico con quello degli **Osservatori** di un paio di anni fa potremmo constatare il lavoro del Tesoro per rendere più regolare le scadenze. Anche le scadenze annuali presentano una maggiore gradualità (**Figura 11**).

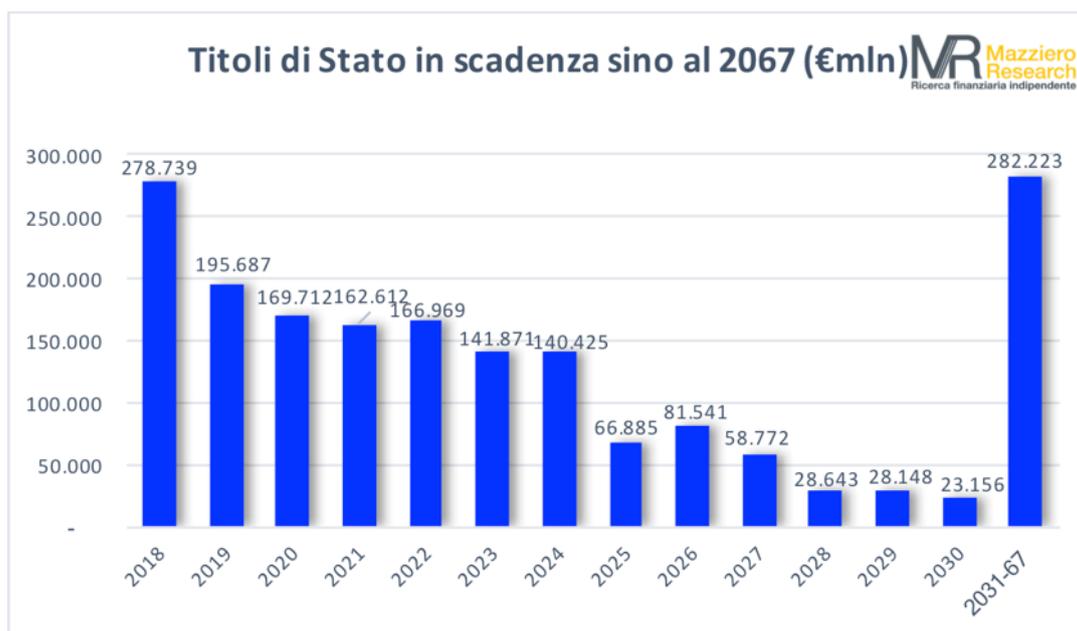


Figura 11: Titoli di Stato in scadenza sino al 2067 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF)

Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 13** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse dell'asta del 10 novembre calcolato da Banca d'Italia al -0,395%.

Elenco costi	Rendimento BOT Annuale	-0,3950%
Ritenuta fiscale	0,0000%	
Bollo conto titoli	0,2000%	
Commissione bancaria	0,0000%	
Decurtazione da inflazione	0,0000%	
	Costi	0,2000%
	Rendimento netto	-0,5950%

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

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

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

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

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

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

Attualmente il valore medio dell'inflazione è pari al 2,0%, ma non si ha alcuna decurtazione in quanto la ritenuta fiscale è nulla dato che il rendimento all'emissione è negativo.

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

Quindi la **Tabella 13** mostra che a fronte di un rendimento lordo del -0,395% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,595%.

Investimento in BOT	1.000,00
Rendimento BOT Annuale	-3,95
Costi	2,00
Rendimento netto	-5,95

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

La **Tabella 14** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno -3,95 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 2 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 5,95 euro di tasca propria.

Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?

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 sono reinvestiti in azioni, mentre a scadenza i titoli vengono sostituiti con nuovi acquisti.

Volume degli acquisti da parte della BCE:

- Da marzo 2015 a marzo 2016: **60 miliardi al mese**
- Da aprile 2016 a marzo 2017: **80 miliardi al mese**
- Da aprile 2017 a dicembre 2017: **60 miliardi al mese**
- Da gennaio 2017 a settembre 2018: **30 miliardi al mese**

L'attuale scadenza di dicembre 2017 è stata prorogata a settembre 2018.

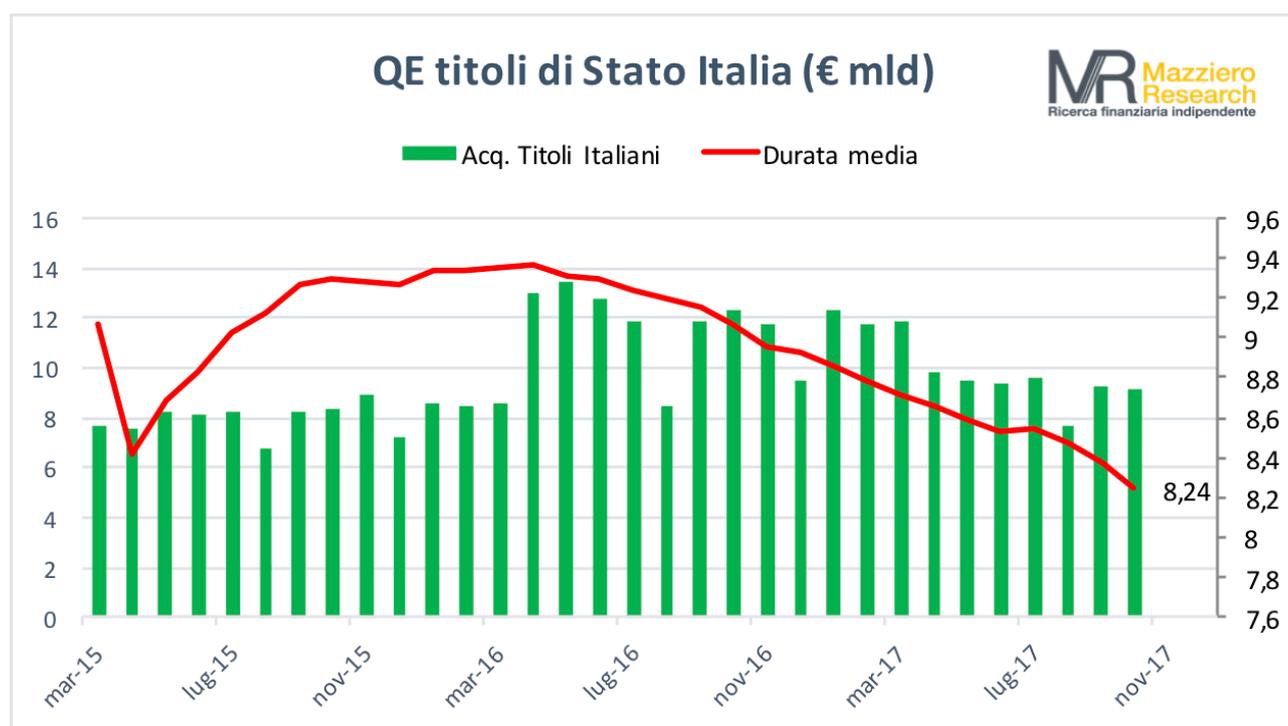


Figura 12: Acquisti di titoli di Stato dal QE della BCE e durata media dei titoli
(Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

Aggiornamento a fine ottobre 2017

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: **309,691 miliardi**.
- Proiezione a fine settembre 2018: acquisti per **369 miliardi, 19% del circolante**.
- Durata media finanziaria: 8,24 anni, in calo dai massimi di 9,36 ad aprile 2016.
- In ottobre gli acquisti di titoli di Stato italiani sono stati pari a 9,121 miliardi
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 1.798,237 miliardi.

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	32.091		25%
Riserve verso FMI	2.370		2%
Diritti speciali prelievo	6.428		5%
Oro	86.171		67%
Altre attività di riserva	993		
Totale Riserve		128.054	100%
Altre attività in valuta estera	1.118		

Tabella 15: Riserve Banca d'Italia a ottobre 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Le riserve ufficiali a ottobre 2017 ammontano a 128 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad agosto 2017, riportata nel precedente Osservatorio, è nulla.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 67% delle riserve totali.

L'analisi

Quotazioni dell'oro stabili e cambio con il dollaro poco mosso

Le riserve restano stabili rispetto alla rilevazione del precedente Osservatorio; l'oro che determina il maggior peso nelle riserve è rimasto poco variato con quotazioni comprese tra 1.270 e 1.300 dollari l'oncia (**Figura 13**). Piuttosto stabile anche il dollaro, che negli ultimi due mesi si è mantenuto tra 1,16 e 1,19.



Figura 13: Quotazioni dell'oro in dollari e in euro l'oncia dal 2010 ad oggi
(Elaborazione su dati World Gold Council)

Il Prodotto Interno Lordo

(Milioni di Euro)	PIL Nominale	Delta PIL	PIL prezzi costanti	Debito pubblico	Deficit/PIL	Debito/PIL	Var.PIL
Anno 2000	1.198.292	-	1.555.551	1.300.341	1,30%	109,18%	5,91%
Anno 2001	1.255.738	57.446	1.583.118	1.358.333	3,30%	108,78%	4,68%
Anno 2002	1.301.873	46.135	1.587.053	1.368.512	3,10%	105,66%	3,67%
Anno 2003	1.341.850	39.977	1.589.455	1.393.495	3,40%	104,35%	3,15%
Anno 2004	1.397.728	55.878	1.614.599	1.444.604	3,60%	103,81%	3,99%
Anno 2005	1.436.380	38.651	1.629.932	1.512.779	4,20%	105,83%	2,92%
Anno 2006	1.493.031	56.652	1.662.638	1.582.009	3,60%	106,51%	4,10%
Anno 2007	1.554.199	61.168	1.687.143	1.598.971	1,50%	103,41%	3,96%
Anno 2008	1.575.144	20.945	1.669.421	1.663.452	2,70%	106,10%	1,34%
Anno 2009	1.519.695	-55.449	1.577.903	1.769.794	5,30%	112,50%	-3,56%
Anno 2010	1.605.694	85.999	1.604.515	1.851.213	4,20%	115,29%	2,08%
Anno 2011	1.637.463	31.769	1.613.767	1.907.781	3,70%	116,51%	1,94%
Anno 2012	1.613.265	-24.198	1.568.274	1.990.046	2,90%	123,36%	-0,85%
Anno 2013	1.604.599	-8.666	1.541.172	2.070.228	2,90%	129,02%	-0,60%
Anno 2014	1.621.827	17.228	1.542.924	2.137.316	3,00%	131,78%	0,10%
Anno 2015	1.652.153	30.325	1.558.317	2.173.329	2,60%	131,52%	1,00%
Anno 2016	1.680.523	28.370	1.573.002	2.218.471	2,50%	131,98%	0,90%
Anno 2017 (st.DEF)	1.716.500	35.977		2.258.817	2,10%	131,60%	1,50%
Anno 2018 (st.DEF)	1.770.300	53.800		2.302.003	1,60%	130,00%	1,50%
Anno 2019 (st.DEF)	1.830.600	60.300		2.326.508	0,90%	127,10%	1,50%
Anno 2020 (st.DEF)	1.893.300	62.700		2.345.025	0,20%	123,90%	1,30%
Anno 2017 (st.UE)	1.705.731	25.208		2.253.270	2,10%	132,10%	1,50%
Anno 2018 (st.UE)	1.727.905	22.174		2.260.100	2,00%	130,80%	1,30%
Anno 2019 (st.UE)	1.745.184	17.279		2.268.739	2,40%	130,00%	1,00%
Anno 2017 (st.FMI)	1.703.457	22.934		2.265.993	2,70%	133,00%	1,50%
Anno 2018 (st.FMI)	1.741.749	38.292		2.289.030	2,30%	131,40%	1,10%
Anno 2019 (st.FMI)	1.782.028	40.279		2.294.369	2,00%	128,70%	0,90%
Anno 2020 (st.FMI)	1.825.047	43.019		2.295.176	1,60%	125,80%	1,00%
Anno 2021 (st.FMI)	1.867.993	42.946		2.294.656	1,20%	122,80%	0,90%
Anno 2022 (st.FMI)	1.910.243	42.250		2.249.519	0,70%	120,10%	0,80%
Anno 2017 (st.OCSE)	1.707.411	16.556		2.246.953	2,10%	131,60%	1,60%
Anno 2018 (st.OCSE)	1.733.022	25.611		2.249.463	1,60%	129,80%	1,50%
Anno 2019 (st.OCSE)	1.755.552	22.529		2.241.839	1,10%	127,70%	1,30%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

Tabella 16: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2016, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

I fatti

- Nel 3° trim. 2017 il PIL cresce dello 0,5% rispetto al trimestre precedente.
- Nel 3° trim. 2017 il PIL cresce dell'1,8% rispetto 3° trim. 2016.
- Il PIL resta del 5,6% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2017 è +1,5%.
- La produzione industriale nel 3° trimestre 2017 è rimasta piatta rispetto al trimestre precedente.
- La produzione industriale nei primi 9 mesi del 2017 è salita dello 0,7%.

L'analisi

Una ripresa come non si vedeva da anni

È sotto gli occhi di tutti, finalmente il nostro Paese ha imboccato la strada della ripresa, quanto di questa sia strutturale non è dato a sapersi, è plausibile che derivi dal traino dell'Europa, ma almeno per il momento lo sforzo dovrebbe essere concentrato sul consolidamento di questi dati e sulla loro continuazione.

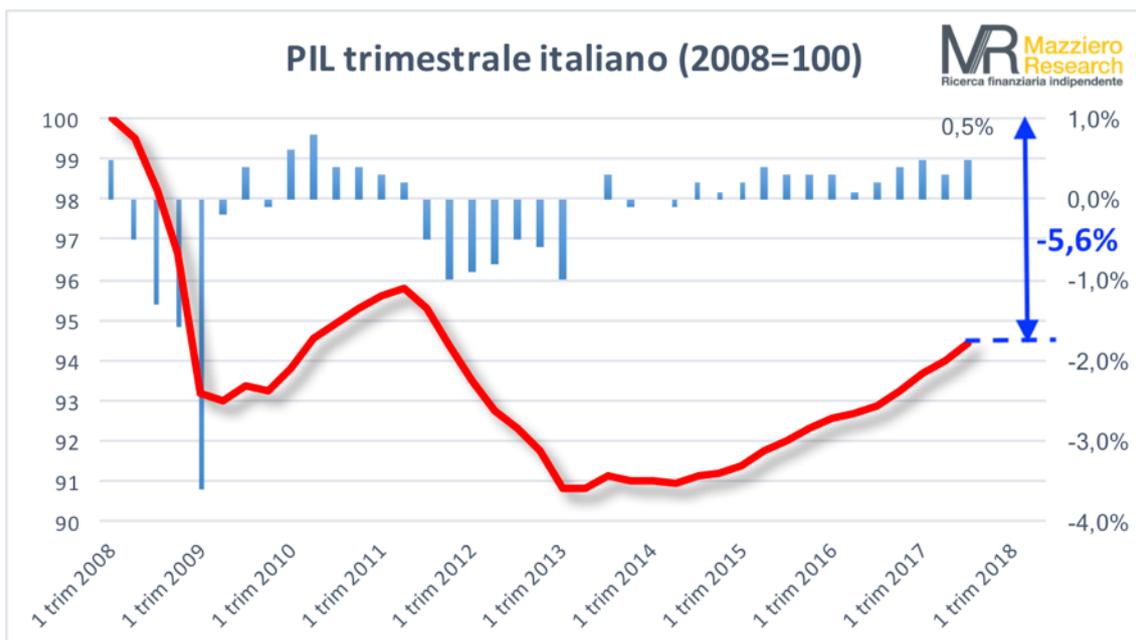


Figura 14: Andamento trimestrale del PIL dal 2008 al 3 Trim. 2017
(Elaborazione su dati Istat)

Più 0,5% nel terzo trimestre e una crescita acquisita 2017 dell'1,5%

La **Tabella 17** ci permette di confrontare la crescita trimestrale di quest'anno con quella degli anni precedenti e si può constatare come un progresso di +0,5, +0,3 e +0,5% in tre trimestri non trovi paragone se non tornando al 2010, nella fase di rimbalzo della prima parte della crisi. Nella **Tabella 18** è possibile osservare che a questo punto è possibile raggiungere una crescita dell'1,5% anche con un progresso nullo nel 4° trimestre.

La nostra stima è per una crescita dell'1,6% nel 2017 e dell'1,7% nel 2018

Stimiamo che sia possibile raggiungere nel 4° trimestre una crescita del PIL compresa tra lo 0,3 e lo 0,4%, ciò porterebbe a una variazione per l'intero anno pari all'1,6%. Per il 2018, pur non escludendo un rallentamento nella seconda metà dell'anno, potremmo raggiungere l'1,7% di progresso annuale.

Ma la strada da fare è ancora lunga

Meglio comunque non abbandonarsi a facili entusiasmi, dato che ci troviamo ancora del 5,6% al di sotto dei valori di inizio 2008 (**Figura 14**), con un forte ritardo rispetto agli altri paesi europei (Grecia e Portogallo esclusi) che hanno da tempo recuperato i livelli pre-crisi.

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	-0,9%	-0,8%	-0,5%	-0,6%
2013	-1,0%	0,0%	0,3%	-0,1%
2014	0,0%	-0,1%	0,2%	0,1%
2015	0,2%	0,4%	0,3%	0,3%
2016	0,3%	0,1%	0,2%	0,4%
2017	0,5%	0,3%	0,5%	

Tabella 17: PIL trimestrale dal 2005 al 3 Trim. 2017 (Elaborazione su dati Istat)

1 trim 2017	2 trim 2017	3 trim 2017	4 trim 2017	Annuale
			0,0%	1,5%
			0,1%	1,5%
			0,2%	1,5%
0,5%	0,3%	0,5%	0,3%	1,6%
			0,4%	1,6%
			0,5%	1,6%
			0,6%	1,6%

Tabella 18: PIL annuale in base alle evoluzioni trimestrali (Elaborazione Mazziere Research)

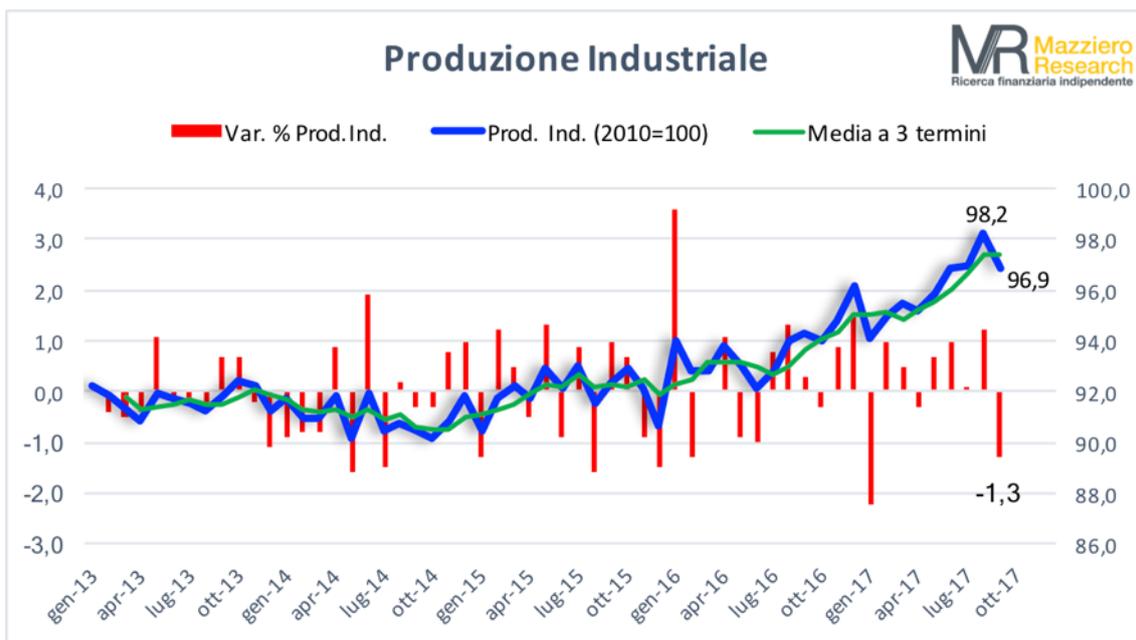


Figura 15: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a set. 2017
(Elaborazione su dati Istat)

Debole la produzione industriale a ottobre

La produzione presenta sempre un andamento molto frastagliato (**Figura 15**), con spinte e frequenti ripiegamenti; poco consolante il dato di settembre che in un solo mese ha azzerato il progresso del trimestre. La tendenza è evidentemente in crescita, ma da inizio anno il progresso è solo dello 0,7%.

Le sofferenze continuano a pesare

Dopo il forte calo delle sofferenze a giugno (**Figura 16**) i valori sembrano ora stabilizzarsi intorno a 170 miliardi che rappresenta ancora un valore troppo grande e capace di influire negativamente sul comparto bancario, che in questa fase dovrebbe invece rappresentare il volano propulsore della crescita.

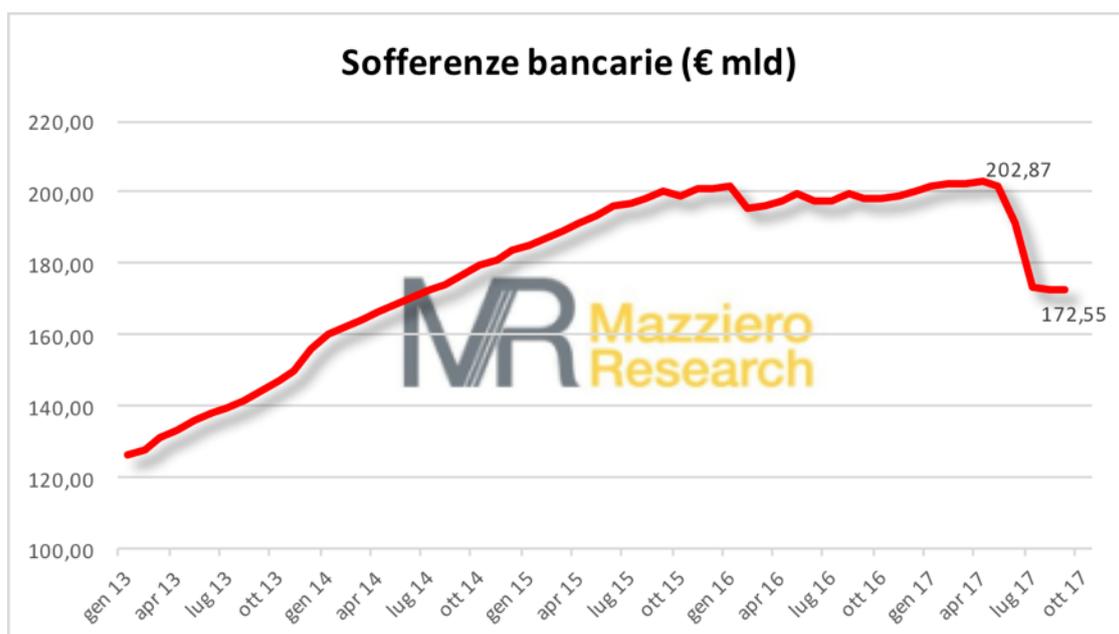


Figura 16: Sofferenze bancarie da gennaio 2013 a settembre 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

In sintesi: la ripresa c'è, ma è ancora troppo fragile

La sintesi della nostra analisi è che la ripresa c'è ed è concreta, ma resta fragile per una serie di condizioni di contorno che evidenziano ancora diversi punti di debolezza. Molto probabilmente questo è il risultato di una crescita ciclica principalmente trainata dal positivo momento economico nell'Unione Europea; ciò significa che occorre prestare ancora più attenzione ai dati, non cullarsi sugli allori, ma attuare tutte quelle iniziative volte a rendere strutturale il percorso di crescita.

Riquadro 6

Prodotto interno lordo (PIL, in inglese GDP)

Misura il risultato finale dell'attività produttiva di persone e imprese residenti. In Italia è calcolato mediante il "Metodo della produzione" che consiste nel sottrarre alla produzione i costi intermedi. 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. La sua variazione comprende quindi la componente di inflazione.

PIL reale

Viene calcolato dividendo il PIL nominale per un numero indice dei prezzi.

Deflatore PIL

Indica quanta parte della variazione 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

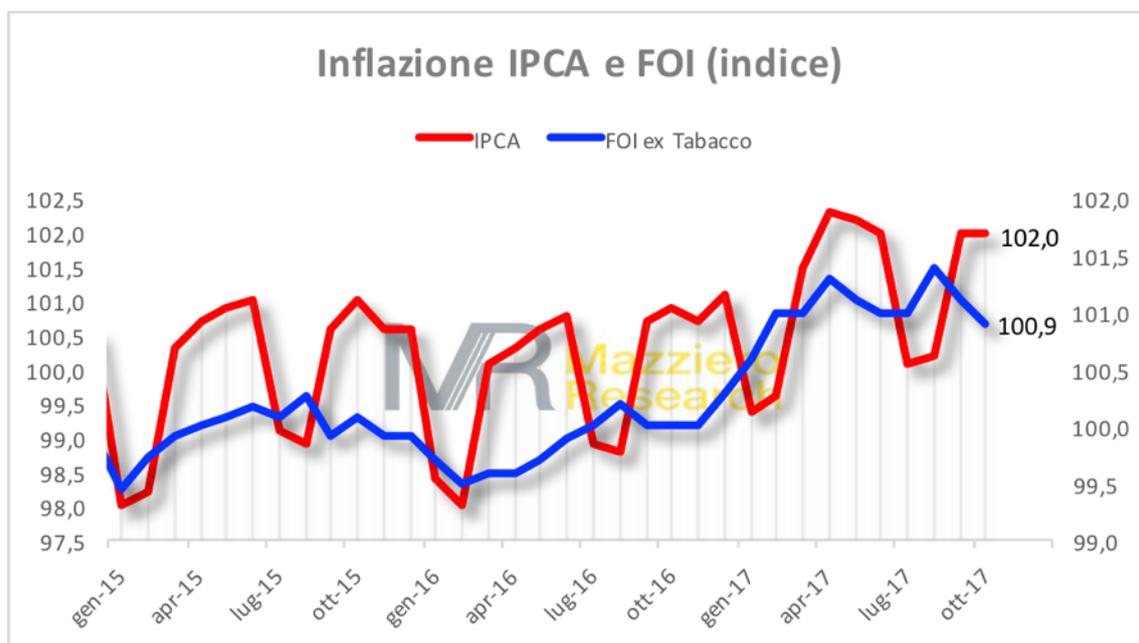


Figura 17: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2015 a ottobre 2017 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso di inflazione annua IPCA a ottobre è pari al +1,1%.
- Il tasso di inflazione annua FOI a ottobre è pari al +0,9%.
- Il tasso di inflazione annua NIC a ottobre è pari al +1,0%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2017 è pari al +1,2%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 102,0.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 100,9.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 101,0.

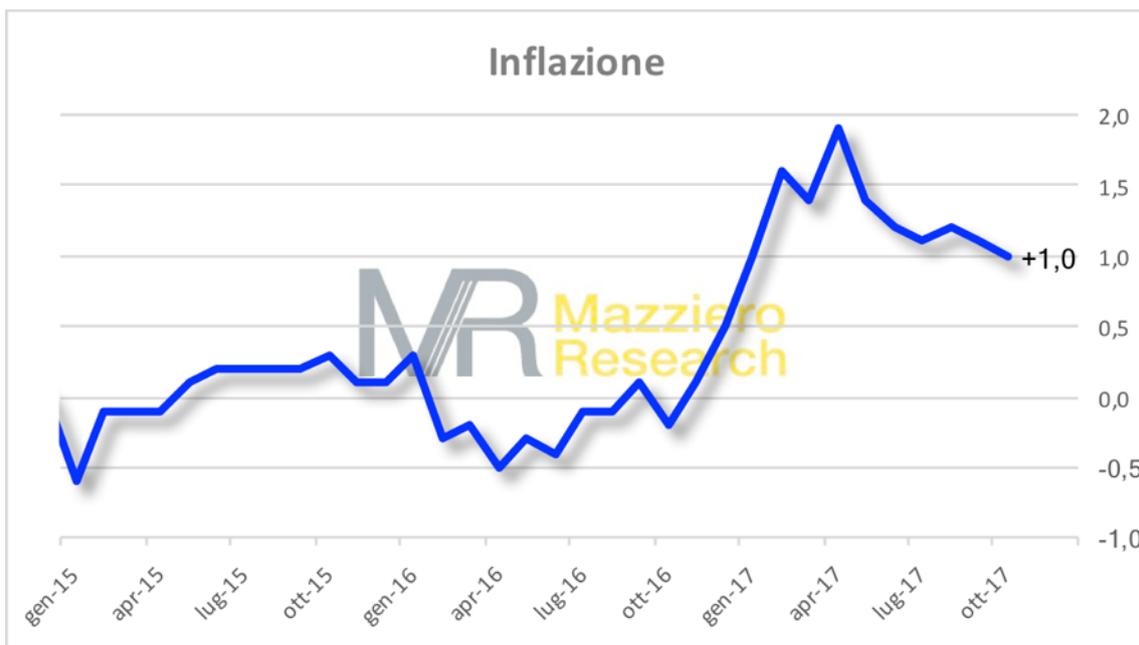
L'analisi

L'inflazione si mantiene contenuta

Resta debole l'inflazione e in arretramento rispetto ai massimi dell'anno, lo possiamo vedere nella **Figura 17** per gli indici IPCA e FOI e nella **Figura 18** per l'indice NIC:

- IPCA: Stabile rispetto al mese precedente, ma più bassa rispetto ad aprile.
- FOI: in calo rispetto ai massimi di agosto.
- NIC: in calo rispetto ai massimi di agosto.

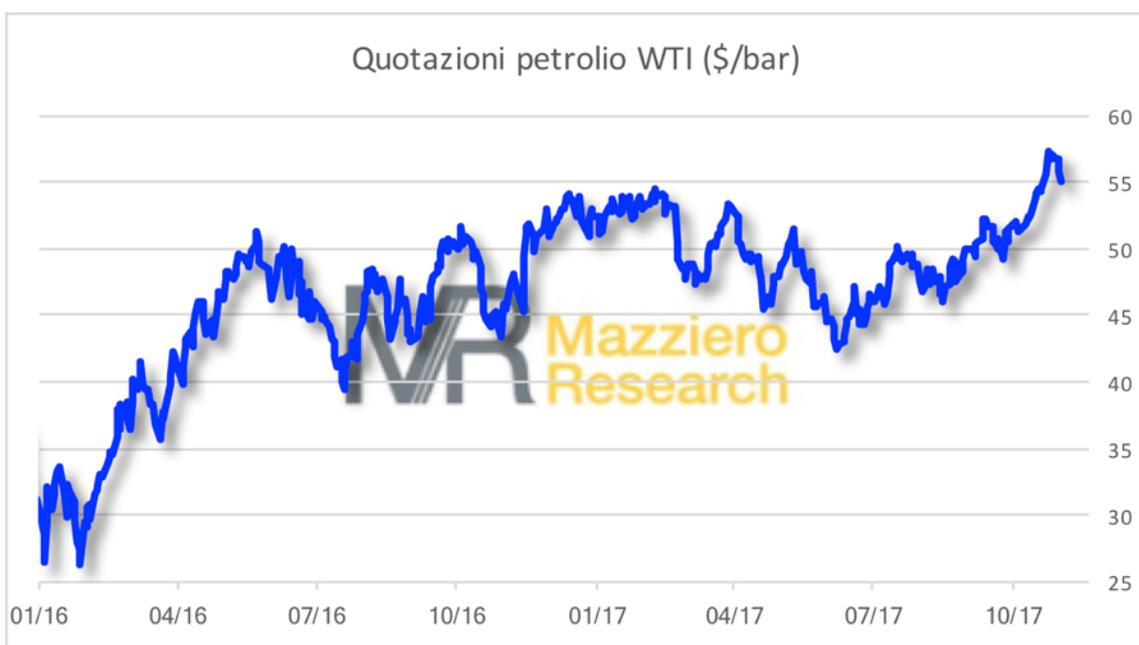
Ricordiamo che nella **Figura 17** vengono mostrati gli indici su base cumulativa, mentre nella **Figura 18** viene mostrato il tasso di variazione rispetto ai 12 mesi precedenti.



*Figura 18: Valori di inflazione dell'indice NIC
(Elaborazione su dati Istat)*

Ma molto presto tornerà a salire

Un driver dell'inflazione è il prezzo del petrolio, dato che si ripercuote su quasi tutte le merci, specialmente nel nostro Paese che ha un sistema di trasporto fortemente focalizzato su gomma. Come si può osservare dal confronto della **Figura 19** con la **Figura 18**, la ripresa del prezzo del petrolio nel 2016 ha generato, con un certo ritardo, un rialzo del tasso di inflazione; la successiva stabilizzazione del petrolio ha poi portato a una diminuzione del tasso di variazione dell'inflazione. È ora plausibile che la ripresa del prezzo del petrolio, in crescita da quattro mesi a questa parte, torni a ravvivare anche la pressione inflazionistica.



*Figura 19: Quotazioni petrolio WTI al CME Group dal 2016
(Elaborazione su dati CME Group)*

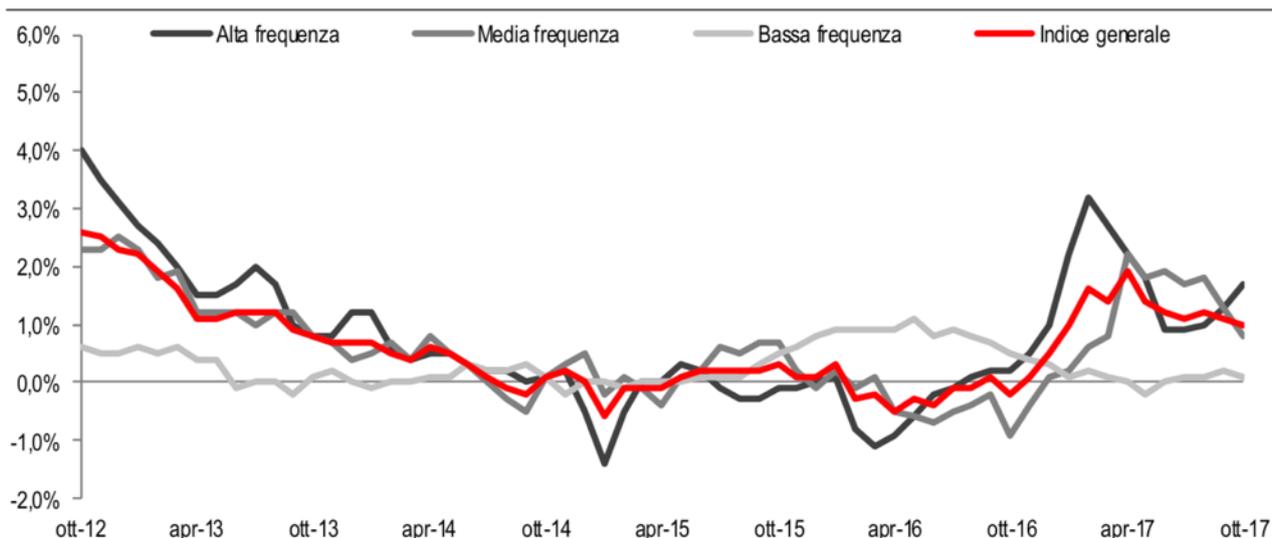
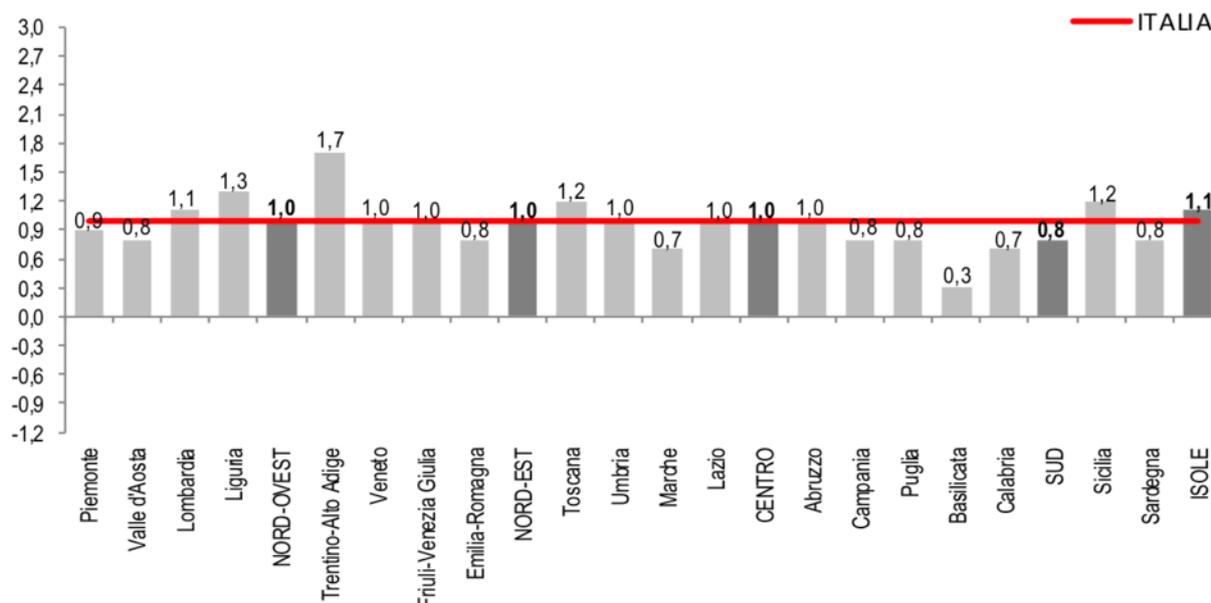


Figura 20: Indici dei prezzi al consumo NIC per frequenza di spesa
(Fonte Istat)

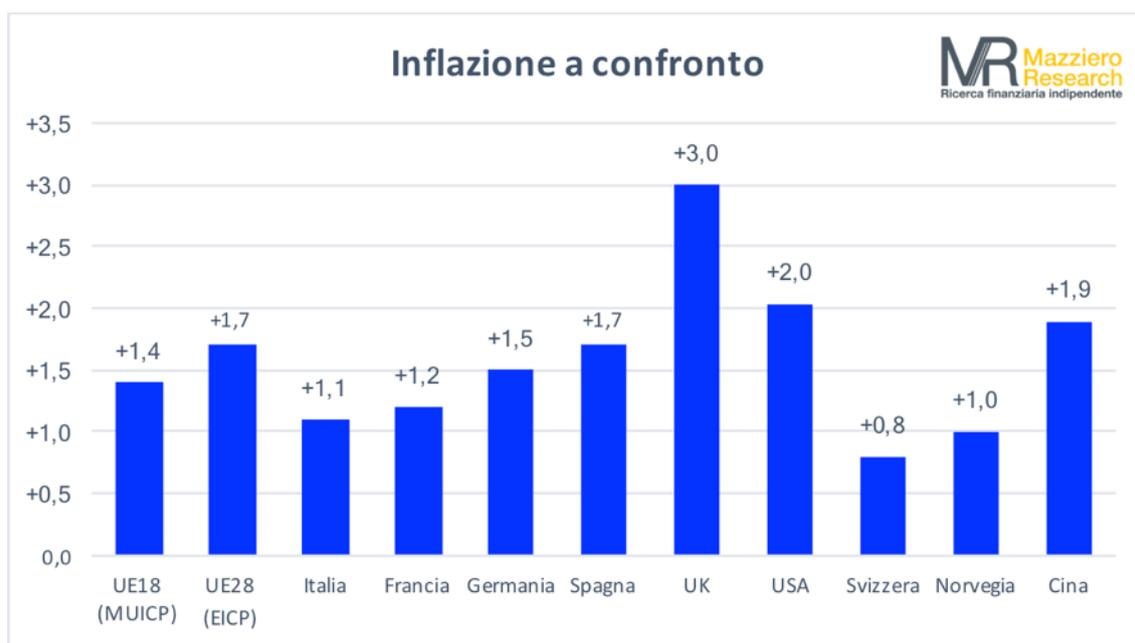
I prezzi dei prodotti ad alta frequenza di acquisto stanno già aumentando

La conferma dell'imminente crescita dell'inflazione la si ottiene scomponendo l'indice generale in sotto-indici per frequenza di acquisto; come si può osservare nella **Figura 20** i prodotti ad alta frequenza di acquisto (che comprendono alimentari, carburanti e beni non durevoli e pesano per il 40% nell'indice) stanno già aumentando. Si può inoltre notare che i beni a media frequenza di acquisto (che riguardano abbigliamento, utenze domestiche e vacanze e pesano per un 43% nell'indice generale) tendono a seguire quelli ad alta frequenza con un certo ritardo rafforzando a loro volta la crescita dell'inflazione. Queste dinamiche ci portano a pensare che sia plausibile una graduale ripresa dell'inflazione.



(a) I dati del Molise non sono diffusi perché nel 2017 i capoluoghi di provincia della regione partecipano all'indagine sui prezzi al consumo solamente per un sottoinsieme di prodotti del paniere.

Figura 21: Indici dei prezzi al consumo NIC per ripartizione geografica
(Fonte Istat)



*Figura 22: Inflazione nei vari Paesi a ottobre 2017
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Non in tutte le regioni l'inflazione cresce in modo uguale

Non in tutte le zone geografiche l'inflazione si fa sentire allo stesso modo, come si può osservare nella **Figura 21**: il Trentino Alto Adige cresce ben sopra la media, mentre la Basilicata appare fortemente arretrata rispetto alle altre regioni.

Regno Unito e Stati Uniti presentano già un'inflazione superiore al 2 percento

Nella **Figura 22** si può osservare il confronto del valore di inflazione annuo per diversi paesi; Regno Unito e Stati Uniti hanno già superato il valore critico del 2%, un effetto che può essere spiegato sia con la debolezza della sterlina e del dollaro, sia con la condizione di piena occupazione per entrambi i paesi.

Riquadro 7

Inflazione acquisita

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

FOI (ex tabacchi)

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

NIC

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

IPCA

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

La disoccupazione



Figura 22: Disoccupazione in Italia da gennaio 2014 a settembre 2017
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 11,1% a settembre 2017; record storico 13,4% a novembre 2014.
35,7% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 43,3% rilevato a febbraio 2014.
- Tasso di occupazione: 58,1% della popolazione tra 15 e 64 anni;
- Tasso di inattività: 34,4% della popolazione tra 15 e 64 anni;
- Tasso di mancata occupazione: 20,2% nel 2 trim.2017;
record storico 23,7% nel 1 trim.2015;
- Cassa integrazione: da gennaio a settembre 2017 autorizzate 266 milioni di ore;
nello stesso periodo 2016 furono autorizzate 463 milioni di ore.

L'analisi

Disoccupazione stabile, aumenta quella giovanile.

Pochi i progressi sul fronte della **disoccupazione** (linea rossa, **Figura 22**), dove il percorso di riduzione sembra essersi, per il momento, arrestato; il dato è confermato anche dal **tasso di inattività** (linea blu, **Figura 23**) che risulta invece in aumento.

Nessun progresso anche dal lato della **disoccupazione giovanile** (linea blu, **Figura 22**), che si presenta in leggero aumento.

Naturalmente si tratta di dati congiunturali che vanno letti con un peso relativo, dovremo infatti vedere nei prossimi mesi se questa tendenza verrà confermata o se si sarà trattato solo di una pausa in un trend di riduzione di lungo termine.



Figura 23: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2014 a settembre 2017 (Elaborazione su dati Istat)

Continua il trend discendente del tasso di mancata occupazione

Prosegue la discesa del **tasso di mancata occupazione (Figura 24)**, dopo aver toccato il 23,7% a inizio 2015 siamo ora al 20,2%, con una solida tendenza in diminuzione. Il tasso di mancata occupazione offre una misura più ampia della quota di persone potenzialmente impiegabili nel sistema produttivo poiché tiene conto anche di una parte delle forze lavoro potenziali, vale a dire coloro che si dichiarano disponibili a lavorare pur non cercando attivamente lavoro. Dopo aver toccato il minimo al 14,5% nel 2006, l'indicatore era progressivamente salito mostrando come la condizione di crisi economica avesse scoraggiato molte persone alla ricerca di lavoro, tanto da ritenerla inutile per le diminuite possibilità di ottenerlo realmente.

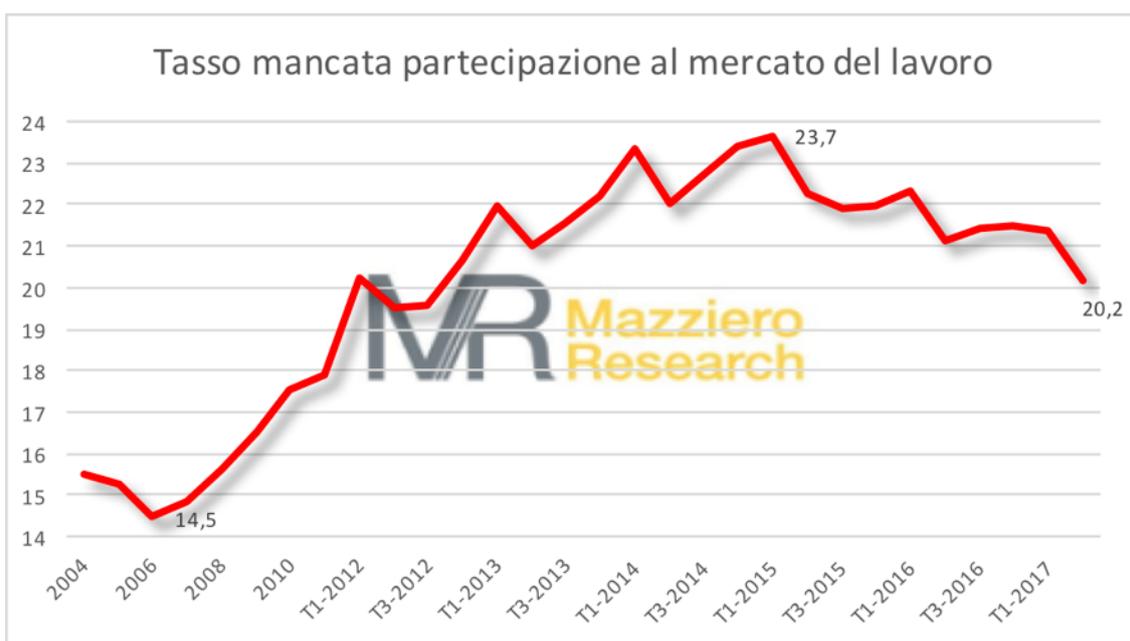


Figura 24: Tasso di mancata occupazione dal 2004 al 2 trim 2017 (Elaborazione su dati: Istat)

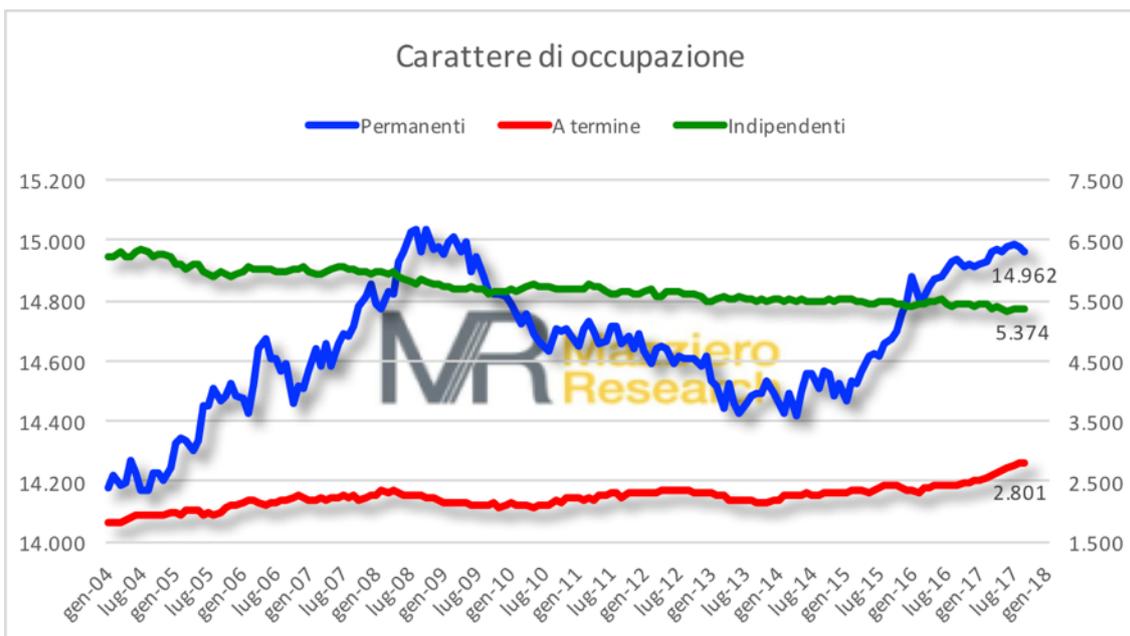


Figura 25: Carattere dell'occupazione dal 2004 a settembre 2017 (Elaborazione su dati Istat)

Aumentano i dipendenti temporanei e calano gli indipendenti

Continua la tendenza a una creazione di posti di lavoro temporanei, mentre diminuiscono quelli a carattere permanente (**Figura 25**); sebbene il Jobs Act abbia introdotto una maggior flessibilità in uscita, attraverso l'adozione delle tutele crescenti, questo non si è tradotto in un maggior impiego di posizioni a carattere permanente. È un segno dei tempi che spinge a forti rotazioni delle attività, probabilmente nelle fasce meno professionalizzate. Continua inoltre la progressiva diminuzione degli indipendenti, che sembrerebbero far apparire questa condizione non come una scelta, ma come un rimedio che viene abbandonato una volta trovata un'occupazione stipendiata.

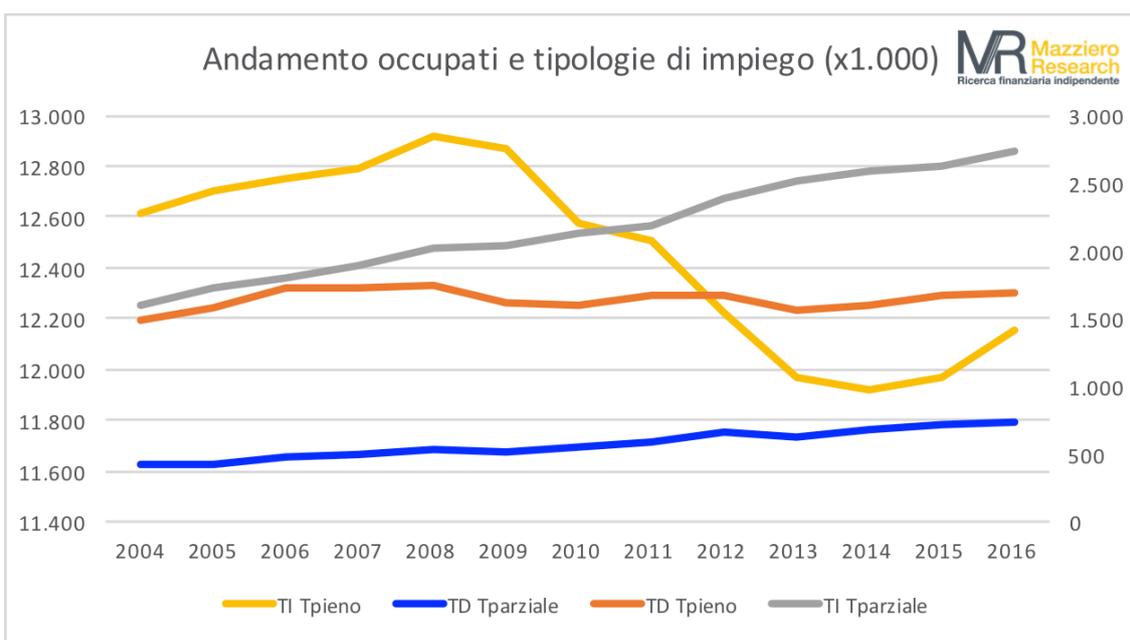


Figura 26: Evoluzione occupati e tipo di impiego (Elaborazione su dati Istat)

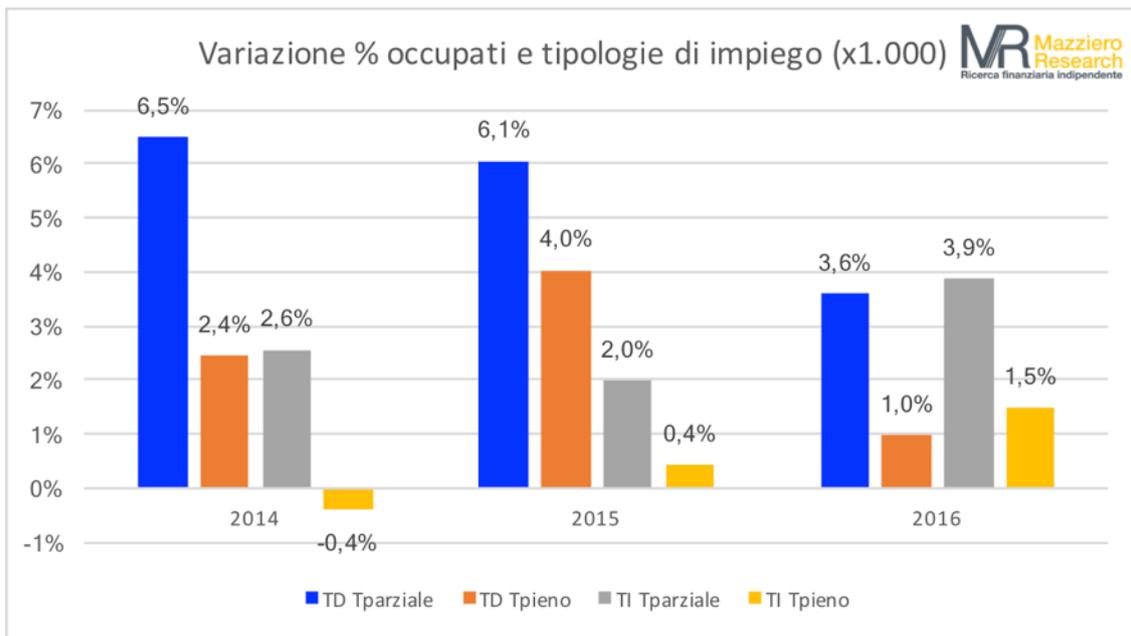


Figura 27: Variazione percentuale annua degli occupati per tipo di impiego (Elaborazione su dati Istat)

Percentualmente crescono di più gli occupati a tempo parziale

Ora la domanda potrebbe essere: la maggiore occupazione creata è a tempo parziale o a tempo pieno? La **Figura 26**, seppur ancora ferma al 2016, fornisce un'idea dell'andamento: gli occupati a tempo pieno e a tempo indeterminato in giallo si riferiscono all'asse sinistro, mentre le restanti categorie (tempo parziale determinato e indeterminato e tempo pieno determinato) si riferiscono all'asse destro.

A partire dalla crisi del 2008 gli occupati a tempo pieno indeterminato sono costantemente scesi sino al 2014, mentre dal 2015 invece sono tornati a salire con un buon progresso (le unità sono espresse in migliaia). Non si avvertono le tracce della crisi, invece, se osserviamo l'andamento degli occupati a tempo parziale che crescono continuamente sia negli impieghi a tempo indeterminato sia a tempo determinato.

Stringendo ancora di più l'analisi all'ultimo triennio disponibile (2014-2016 nella **Figura 27**) si nota che le variazioni percentuali anno su anno del tempo parziale, sommando fra loro occupazioni a tempo determinato e indeterminato, sono superiori a quelle del tempo pieno.

Stiamo quindi assistendo a una metamorfosi del mondo del lavoro, che da un lato vede una ripresa dell'occupazione, ma al tempo stesso si manifesta in una continua crescita di impieghi a tempo parziale. Il fenomeno è ancora contenuto nei suoi numeri, ma la tendenza è netta e potrebbe portare nel corso del tempo a una elasticità degli impieghi che necessita l'instaurazione di più rapporti di lavoro per una stessa persona.

È importante che già ora la politica se ne renda conto, per evitare di rincorrere con strumenti legislativi tardivi e abborracciati un'evoluzione già chiara nel mondo del lavoro.

Tempo parziale in crescita: ma quante ore si lavora?

È evidente che quando si fa riferimento al tempo parziale si fornisce un'informazione incompleta; infatti ci si dovrebbe chiedere di quante ore settimanali questo è composto? La risposta ci viene dalla **Figura 28** che mostra l'evoluzione degli occupati suddivisi per ore lavorate. Possiamo considerare tempo pieno le 40 e le 41 e più ore lavorative (in blu e verde), mentre sono senz'altro a tempo parziale la piccola quantità di occupati con un'occupazione inferiore alle 10 ore (in arancio) e quelli con un numero di ore compreso tra 11 e 25 (in grigio).

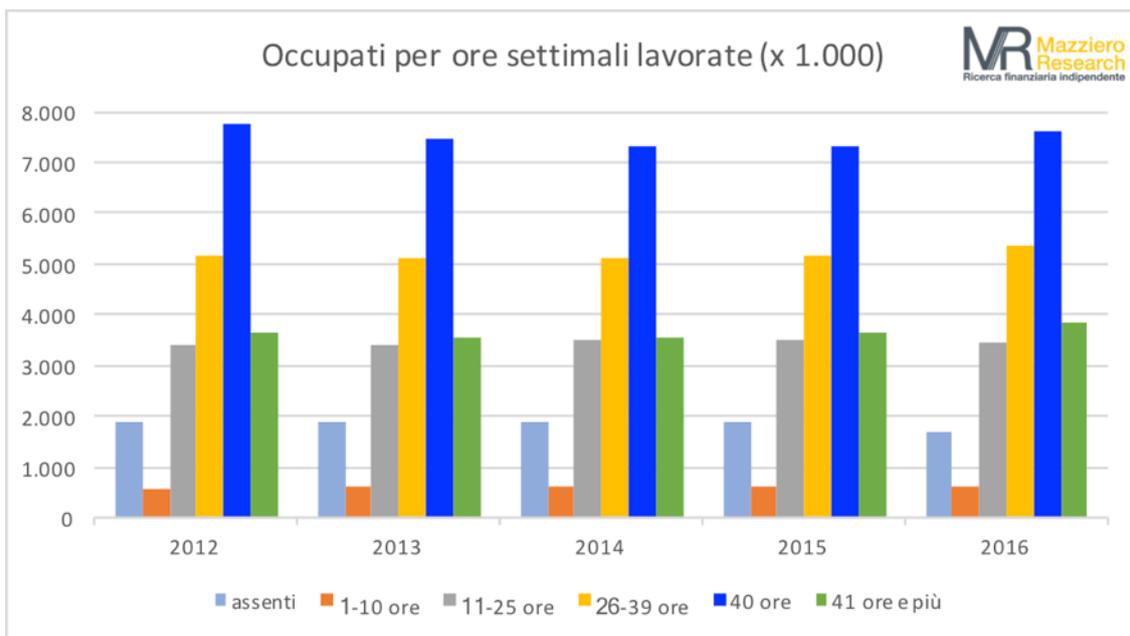


Figura 28: Numero di occupati per ore settimanali lavorate (Elaborazione su dati Istat)

Tuttavia troviamo una consistente classe di occupati, un terzo inferiore a quelli a tempo pieno, che lavora tra le 26 e 39 ore settimanali (in giallo); purtroppo questa categoria non ci lascia ben percepire se si tratti di tempo parziale o tempo pieno ridotto, dato che molti contratti hanno una riduzione a 39 ore settimanali. Quindi in questo caso ci troviamo con una categoria, seconda per importanza solo agli occupati di 40 ore, che non ci permette di valutare la sua composizione al suo interno. Sarebbe utile se l'Istat riuscisse ad aumentare il grado di dettaglio al riguardo, in quanto la separazione fra 39 e 40 ore lavorate non risulta più rilevante.

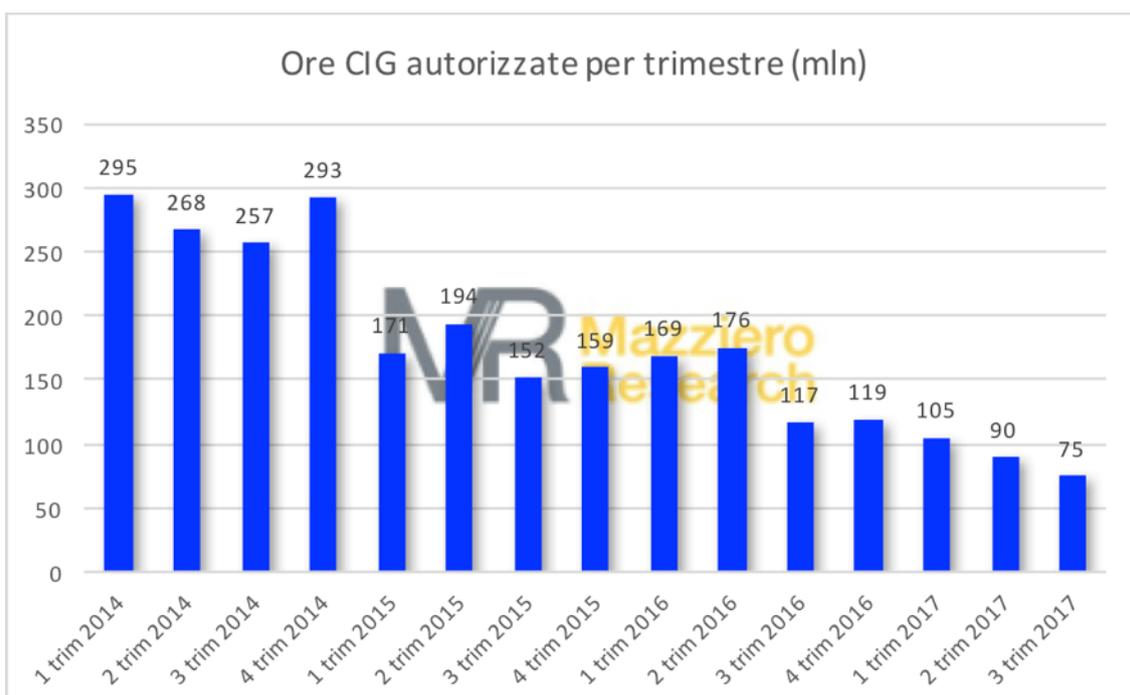
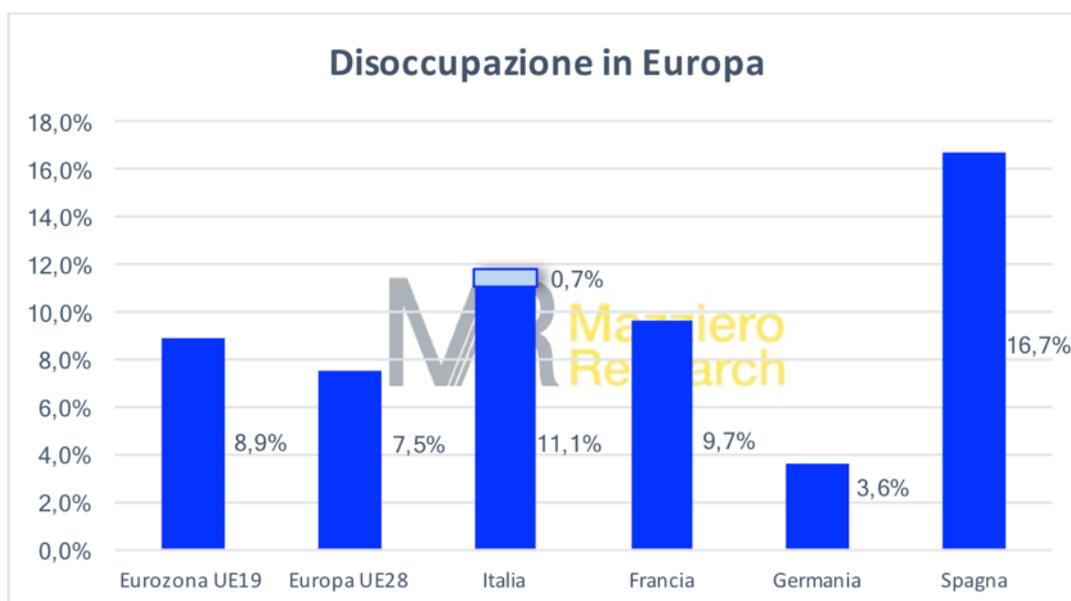


Figura 29: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2014 al 3 trim 2017 (Elaborazione su dati Inps)



*Figura 30: Disoccupazione in Europa a settembre 2017
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Continua il calo del ricorso alla Cassa Integrazione

Prosegue in modo sempre più accentuato la riduzione delle ore di Cassa Integrazione (**Figura 29**); questo aspetto può essere visto sia dal punto di vista positivo, per una ripresa dell'attività produttiva, sia negativo per la cessazione del periodo di garanzia della misura di sostegno senza che vi sia stata una ripresa dell'azienda in difficoltà. Tuttavia la migliorata condizione del mercato del lavoro consente una maggiore possibilità di trovare occupazione rispetto ai momenti più acuti della crisi.

Il confronto con l'Europa resta problematico

Se da un lato abbiamo visto il miglioramento del mercato del lavoro nazionale, poco confortante resta il paragone con gli altri partner europei (**Figura 30**); ad eccezione della Spagna i maggiori paesi si trovano in una condizione migliore della nostra: la Francia è al 9,7% di disoccupazione, mentre noi sommando la quota di Cassa Integrazione ci portiamo a sfiorare il 12%, inarrivabile invece la Germania con il 3,6%.

Riquadro 8

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 mancata occupazione: rapporto tra la somma dei disoccupati e coloro che sarebbero disponibili a lavorare, pur non cercando occupazione, rispetto alla somma tra queste persone e le forze di lavoro.

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

Approfondimenti

IFRS 9 e l'incubo della valutazione dei crediti

(Il commento)
di Andrew Lawford, CFA

Non è frequente che le regole contabili IFRS¹ diventino l'ordine del giorno in un periodo di crisi per il sistema bancario, eppure questo è il rischio per l'Italia in un momento in cui si stenta a trovare una soluzione definitiva per la crisi delle sofferenze bancarie. Tra le varie innovazioni, la nuova regola IFRS 9, che entrerà in vigore a partire dal prossimo 1° gennaio, obbliga le banche a utilizzare un modello contabile di *impairment* (ovvero svalutazione o rettifica di valore) basato non più sull'*incurred loss*, bensì sull'*expected loss*. Vuol dire, secondo il bilancio 2016 del Gruppo Unicredit, che invece di basarsi sulle perdite realizzate (*incurred loss*), si utilizzerà un concetto di perdita attesa "... che potrebbe portare ad una anticipazione e ad un incremento strutturale delle rettifiche di valore, in particolare di quelle su crediti."² Il tema è molto discusso anche a livello europeo, con l'EBA (European Banking Authority) che ha stimato a luglio di quest'anno un aumento del 18% delle rettifiche per i crediti deteriorati a causa dell'applicazione dell'IFRS 9.

La preoccupazione particolare per l'Italia deriva dal fatto che in media la percentuale di NPL (crediti in sofferenza) è intorno al 17,7% (al 30 giugno 2016), contro una media europea del 5,4% alla medesima data. In alcune situazioni particolarmente preoccupanti, come Banca Carige (che sta

¹ IFRS - *International Financial Reporting Standards*; le regole contabili internazionali che cercano di rendere comparabili i bilanci di società in tutto il mondo.

² Bilancio 2016 Gruppo Unicredit, pag. 144.

cercando di varare un aumento di capitale da 500 milioni di euro proprio in questi giorni), si arriva quasi a toccare il 30%.

Nel recentissimo Documento di Registrazione per l'aumento di capitale di Banca Carige, si possono trovare delle dichiarazioni relativamente preoccupanti, sempre che si abbia voglia di andarle a cercare in questo documento da 719 pagine! Ad esempio, le ispezioni della BCE nel corso del 2017 hanno rilevato che l'attuazione dell'IFRS 9 "è solo parzialmente in linea con le attese dell'Autorità di Vigilanza." Inoltre, si scopre che: "Sono state individuate importanti debolezze in relazione al coinvolgimento dell'organo di amministrazione, all'esecuzione parallela del progetto IFRS 9, alla mancanza di politiche e procedure interne formalizzate per l'IFRS 9 e, in particolare, in merito alla definizione del modello di *business*, [...] e alla definizione di *default*. Inoltre la BCE ritiene fondamentale che il Gruppo si doti di sistemi IT in grado di gestire e valutare in maniera sistematica i più ingenti volumi di informazioni che il nuovo principio contabile richiede."³ Certo che leggere cose del genere non è affatto confortante per chi si trova a dover valutare l'occasione di sottoscrivere un aumento di capitale: a poche settimane prima dell'introduzione di un'importante nuova regola contabile che avrà un effetto radicale sull'attività principale della banca, le autorità segnalano, tra le altre cose, la mancanza di un sistema informatico adeguato!

Per chi crede che questa regola non sia poi di grandissima importanza, a parte per pochi tecnici, bisogna considerare le recenti dichiarazioni di Mario Draghi, in cui ha identificato l'introduzione dell'IFRS 9 come strumento chiave per permettere alle banche di gestire in maniera sollecita le NPL: "...le banche dovranno riconoscere le svalutazioni prima, il che dovrebbe migliorare sia la tempistica che l'ammontare del recupero dei crediti, aiutando la ripresa del settore bancario in periodi futuri di difficoltà."

La portata della dichiarazione di Draghi non è da sottostimare. A parte l'evidente difficoltà per le banche che già si trovano con troppe NPL e presto potrebbero essere obbligate a riconoscerne delle nuove, in futuro ci si aspetta

³ Entrambe le citazioni provengono dal Documento di Registrazione (22/11/2017), Banca Carige, pag. 196

una gestione molto più veloce di situazioni di questo genere. Quindi, sarà meno probabile che le banche vengano incontro alle aziende in momentanea difficoltà, perché al primo segno di difficoltà ci dovrà essere una stima dell'accantonamento appropriato, il che può facilmente fare scattare un meccanismo per fare rientrare il credito nel più breve tempo possibile. L'unica alternativa a questo scenario è quella in cui le banche si abituino a detenere livelli di capitale ben superiori rispetto al passato. Questa alternativa, per quanto auspicabile, non va certamente incontro alla situazione in cui si trovano diverse banche, come la Carige, che malapena riescono a raccogliere i fondi per poter sopravvivere.

La valutazione delle NPL rimane sempre un terreno minato, dove la convenienza delle banche, che per definizione posseggono la più completa informazione sui crediti da loro concessi, e che difficilmente vorranno agire in totale trasparenza, va incontro alle esigenze del mercato di porre fine alla crisi attuale. Perfino la cartolarizzazione più grande effettuata nel mercato italiano, quella di Project FINO⁴ di Unicredit, ha attirato l'attenzione delle autorità⁵ perché si è identificata la possibilità che il prezzo della cessione delle NPL (circa il 13% del loro valore nominale) potrebbe essere gonfiato dalle fee di gestione che verranno riconosciute agli acquirenti. Entro la fine dell'anno, Unicredit ha indicato che cederà la maggior parte della propria quota in Project FINO (aveva mantenuto una quota appena sotto il 50% inizialmente), per arrivare al 20%; attendiamo le dichiarazioni finali nel bilancio 2017 per capire meglio gli aspetti economici dell'accordo e l'eventuale rettifica del prezzo della cessione di NPL.

⁴ FINO è l'acronimo di "*Failure Is Not an Option*", ovvero, il fallimento non è un'opzione.

⁵ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-29/unicredit-21-billion-bad-loan-sale-is-said-to-draw-ecb-scrutiny>

Perché la decisione sull'età pensionabile non è una questione tecnica

*(Note economiche)
di Gabriele Serafini*

1. Introduzione.

La Nota economica che proponiamo in questo numero riguarda una tematica piuttosto nota: le pensioni e le somme che servono a pagarle. L'argomento è anche di attualità, a causa della discussione di questi ultimi mesi in merito alla variazione che dovrebbe subire l'età pensionabile, ossia l'età anagrafica alla quale si può maturare il diritto al trattamento pensionistico.

Già dal titolo di questo intervento, però, crediamo si possa capire che riteniamo opportuna una spiegazione tecnica, perché pensiamo non sia adeguatamente chiaro, nel dibattito di questi ultimi anni, che una cosa è la modalità di costruzione della pensione ed un'altra è la modalità della sua erogazione. Come cercheremo di illustrare nelle prossime pagine, la comprensione di questa differenza svela il fine concreto per il quale si possa sostenere l'innalzamento dell'età pensionabile, e quindi le ragioni per le quali è invece tecnicamente corretto dissentire.

Dalla "riforma Dini" del 1995 in poi, sappiamo, più o meno tutti, che le nostre pensioni sono costruite in base ai contributi che ogni anno versiamo, sempre che lavoriamo e percepiamo la retribuzione pattuita col datore di lavoro o coi clienti.¹ Ci è sempre stato detto che poi, al momento del pensionamento, si

¹ Non entriamo nella questione che riguarda quanto possano fruttare i contributi versati, o quanto sia alta l'evasione contributiva; o, ancora, che cosa accada se non vengono versati i contributi. Non entriamo neppure nella discussione circa la natura stessa delle pensioni, che secondo le norme dell'UE, per la Contabilità Nazionale, non devono far parte del PIL, perché si tratta di somme che hanno già fatto parte del PIL quando sono stati versati i contributi che servivano a costituirle, mentre per la Corte Costituzionale italiana esse rappresentano un "salario differito". La differenza è fondamentale non solo giuridicamente ma anche economicamente, per lo stesso motivo che ci ha spinto a scrivere queste pagine: i contributi sono accantonati anni prima e per un importo differente rispetto a quello che sarà erogato sotto forma di pensione. Questo accade sia per la rivalutazione intercorsa fra il momento del versamento dei contributi e quello dell'erogazione della pensione, che per la variazione del potere di acquisto della moneta nel frattempo intercorso. La sommatoria dei contributi è però diversa dalla sommatoria delle pensioni erogate

dividerà la somma dei contributi versati, rivalutati secondo vari adeguamenti all'inflazione e alla crescita del PIL, per il numero di anni che mediamente il pensionato dovrà ancora vivere.

Pensando a questo dato, tutti sono spinti a ritenere corretto il ragionamento secondo il quale, se aumenta il numero di anni che mediamente il pensionato si aspetta di vivere, debba diminuire l'importo mensile della pensione. Sino a qui nulla di strano. Tuttavia, come sospinto da una inerzia ipnotica, il ragionamento di quasi tutti va oltre questo punto e condivide il ragionamento secondo il quale sarebbe anche corretto disporre un innalzamento dell'età pensionabile, proprio perché si allunga la vita media.²

Ma le cose stanno veramente in questo modo? È cioè corretto ritenere che “tecnicamente” un allungamento della vita media implichi la necessità di un innalzamento dell'età pensionabile?

Ebbene, nelle prossime righe spieghiamo perché questo collegamento non sia corretto, proprio dal punto di vista tecnico, e quindi come il dibattito attuale sulla ipotesi di innalzamento dell'età pensionabile non sia adeguatamente impostato sui soli aspetti politici.

Siamo quindi d'accordo che la questione che collega la vita media attesa alla pensione erogabile non è una questione politica ma direttamente economica, e lo siamo non solo per le questioni che abbiamo già discusso in un nostro precedente intervento su questo Osservatorio, al quale dobbiamo evidentemente rimandare il lettore che fosse interessato.³ Riteniamo, tuttavia, che il tipo di *collegamento* che si pone a fondamento del ragionamento non abbia un fondamento logico coerente.

Spieghiamo bene, quindi, il collegamento attualmente ritenuto valido, e successivamente presentiamo invece la vera ragione che, a nostro avviso, spinge per un innalzamento dell'età pensionabile.

anche perché, come vedremo più avanti, i contributi versati non costituiscono il “tesoro” dal quale si attingerà per erogare la pensione.

² Poi, magari sul piano *politico* si discute se sia il caso, per questa via, di ridurre le pensioni mensili, oppure se non si debba ipotizzare una differenziazione per coloro i quali hanno svolto lavori più duri, oppure integrare la pensione per coloro i quali hanno lavorato non di continuo ma con periodi di disoccupazione, oppure ancora per considerare anche il lavoro di cura svolto prevalentemente dalle donne, e via dicendo. Ma tutte queste ipotesi sono comunque elaborate sulla base della condivisione del ragionamento tecnico che sarebbe corretto.

³ Serafini G (2016) “È possibile costruire una pensione contributiva?”, in *Quaderno di ricerca. Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*, anno 6, n. 2, ISSN 2283-7035, Codice rivista scientifica CINECA: E230240.

2. Perché il collegamento tecnico non può essere quello dichiarato.

Come abbiamo detto, c'è una relazione fra gli anni di vita attesi per il neopensionato e l'importo della pensione, equivalente ai contributi versati, che gli può essere erogata. Ciò è evidente. Il passo successivo che non è tecnicamente corretto ma verso il quale siamo stati spinti a ragionare, invece, indica che dato che viviamo più anni dobbiamo rimandare l'età di inizio della erogazione della pensione.

Questo secondo passo è sostenuto in quanto, ci viene detto, altrimenti saremmo costretti ad erogare per più anni una pensione ai pensionati ancora in vita, facendo aumentare le uscite (le pensioni) a parità di entrate (i contributi versati durante la vita lavorativa) sbilanciando quindi un certo equilibrio pensionistico.

Ebbene, questo ragionamento non è tecnicamente corretto se si applica all'allungamento della vita media che è già intervenuto. Dato, infatti, che l'allungamento della vita media di cui stiamo trattando è quello, appunto, già accaduto al momento in cui si calcola la pensione da erogare, il montante dei contributi versati deve semplicemente essere diviso per un numero maggiore, per far sì che la pensione erogata in un arco di tempo maggiore sia equivalente ai contributi versati. In questo modo, l'aumento della vita media già intervenuto determina una diminuzione della pensione mensile erogata perché ci si attende di erogarla per un numero maggiore di anni.

Si può notare che ciò significa semplicemente che, proprio nel caso in cui si procedesse ad innalzare l'età pensionabile, la pensione mensile erogata dovrebbe essere più alta; mentre nel caso in cui si anticipasse l'età del pensionamento, la pensione mensile dovrebbe essere più bassa.

Questo, del resto, è quanto già attualmente previsto proprio dal meccanismo del calcolo contributivo delle pensioni in vigore, per il quale, se si prevede un maggior numero di anni di erogazione della pensione, si riduce l'assegno mensile, mentre se si stima una vita residua minore, si innalza l'assegno dell'assegno della pensione. Quindi: più tardi si va in pensione, più alto è l'assegno e viceversa, a parità di contributi versati. È quindi evidente che il collegamento fra l'età pensionabile e la vita media attesa non implica una

variazione della somma totale delle pensioni che ci si attende di erogare al pensionato nel suo arco di vita atteso dal pensionamento in poi.⁴

Si potrebbe però ancora sostenere la necessità di rimandare l'età pensionabile, piuttosto che ridurre l'assegno, per fare in modo che il lavoratore non debba andare in pensione con una pensione troppo bassa. A questa obiezione è però facile rispondere facendo notare che questa considerazione discredita direttamente il sistema pensionistico di tipo contributivo, perché non è in grado di far sì che il pensionato possa sopravvivere ottenendo indietro nient'altro che i contributi versati. In secondo luogo, mediante questa ipotesi si intende violare il grammo equilibrio pensionistico contraccambiando la salvaguardia del benessere del lavoratore, da un lato, non facendolo smettere di lavorare e impedendo agli inoccupati di entrare nel mondo del lavoro, dall'altro.⁵

⁴ Dobbiamo inoltre ricordare che la vita media della quale sentiamo sempre parlare in televisione è quella calcolata alla nascita. Questa coincide con l'età alla quale la metà delle persone che erano nate, sono decedute; sarebbe a dire: quando di 100 persone nate x anni fa la metà è morta, quella x è la vita media. Pertanto, quando si calcola la vita media attesa di un pensionato, fatto 100 il numero di persone di quella età, si calcola a quale età la metà di loro sarà presumibilmente deceduta, considerando le tabelle di mortalità, ossia quanto è accaduto sino ad ora. Quella è la vita media attesa del pensionato al momento del suo pensionamento e quindi si vedono gli anni di erogazione della pensione che sono attesi. Ora, dato che il numero di pensionati vivi a quella determinata età è già un numero di persone inferiore rispetto a tutti coloro i quali erano nati ed hanno oggi quella età, la vita media attesa aumenta all'aumentare dell'età di inizio del suo calcolo. Ossia, di 100 nati, la metà è morta entro gli 80 anni e di questi ottantenni la metà morirà entro un residuo numero anni, ossia successivamente, cioè ad una età maggiore rispetto alla vita media stimata alla nascita. Pertanto la vita media calcolata aumenta all'aumentare dell'età a partire dalla quale la si calcola. Tradotto in termini pensionistici, questo significa che aumentando l'età pensionabile, anche per questo motivo aumenta il numero di anni stimati che l'assegno deve essere corrisposto al pensionando, mentre anticipando l'età di pensionamento ci si attende una vita media residua in proporzione inferiore e quindi si dovrà erogare l'assegno per un numero proporzionalmente inferiore di anni. Anche per questa via, quindi, oltre che per il numero complessivamente minore di anni per i quali ci si attende di dover erogare la pensione, l'aumento dell'età pensionabile fa aumentare la spesa pensionistica e quindi spinge nella direzione opposta rispetto all'intento, come vedremo nelle pagine successive, per il quale a nostro avviso è ipotizzata.

⁵ Anche uno degli ultimi interventi del Presidente dell'INPS Prof. Tito Boeri, che avverte di un aumento della spesa pensionistica per 140 miliardi in 20 anni, in caso di mancato innalzamento della età pensionabile, ha del resto natura politico sociale, piuttosto che tecnica. Egli ci invita infatti a riflettere se non sia il caso di indirizzare questa spesa aggiuntiva verso i giovani piuttosto che verso gli anziani. Si dovrebbe quindi raccogliere l'invito per studiare le conseguenze che deriverebbero nei due casi alternativi, ad esempio, per l'occupazione, i consumi e il PIL; ma per farlo non si deve concepire la questione della età pensionabile come una questione solo tecnica.

Ecco allora che per ritenere necessario rimandare l'inizio dell'età di erogazione della pensione in caso di allungamento della vita media, non si potrebbe fare riferimento alla vita media attesa *oggi*, bensì all'allungamento della vita media ipotizzato nel *futuro*; ossia: ancora non realizzato ma che si ipotizza che potrà realizzare nel futuro.

In conseguenza di un allungamento atteso degli anni di vita dei pensionati nel futuro, si potrebbe cioè ipotizzare la necessità di rimandare l'età pensionabile per evitare che l'importo della pensione, stabilito al momento del pensionamento - ossia prima che effettivamente si allunghi la vita media - sia maggiore rispetto a quello che si sarebbe dovuto stabilire se si fosse saputo che la vita si sarebbe successivamente allungata. Il ragionamento tecnico alla base di una corretta ipotesi di innalzamento dell'età, si dovrebbe quindi incentrare sulle ipotesi di un *futuro* allungamento della vita media.

Se allora ci stessimo effettivamente sbagliando, e il dibattito odierno si stesse incentrando su questo aspetto, si dovrebbero rintracciare, nei vari interventi tecnici e politici di questi mesi, le quantificazioni relative all'allungamento della vita media per il futuro. Si dovrebbe cioè sostenere che oggi la vita media, che è aumentata, è di un certo numero di anni; ma questo non comporta in sé un problema. Invece, dato che fra x anni la vita media sarà più alta di un certo numero di anni, e fra y anni sarà ancora più alta di un altro numero di anni, si dovrebbe ipotizzare una riduzione delle pensioni erogabili, per permettere nel tempo futuro l'equilibrio fra entrate e uscite individuali. Ma, ripetiamo, solo in quanto e nella misura in cui si ipotizzi un incremento della vita media che ancora non si è realizzato.

Tuttavia, anche in questa ipotesi, le conseguenze che essa dovrebbe portare in termini di numero maggiore di anni di erogazione della pensione, non si supererebbero con un innalzamento dell'età pensionabile ma con una riduzione dell'importo della pensione, come infatti avviene già oggi col sistema di pensionamento attuale, quando, ogni tre anni, si ricalcola la vita media dei residenti e la si applica a coloro i quali stanno andando in pensione.

Questo collegamento tecnico, quindi, non è rilevante sia perché oggi non si discute dell'allungamento della vita media ipotizzabile nel futuro, bensì dell'allungamento della vita media già intervenuto, sia perché l'allungamento

della vita media nel futuro si risolverebbe finanziariamente mediante una riduzione della pensione stabilita al momento del pensionamento.

I demografi, inoltre, sanno ovviamente bene che le ipotesi di un futuro allungamento della vita media sono smentite dalla prova dei fatti se non tengono conto delle variabili economiche, fra le quali una assolutamente rilevante è proprio il reddito di cui dispone, in questo caso, il pensionato. Questo significa che ipotizzare un allungamento della vita media futura, facendo diminuire l'assegno della pensione erogato farebbe concretamente diminuire la vita media attesa. Questo modo di ragionare, quindi, non è corretto perché dispone una riduzione della pensione in quanto ci si attende un maggior numero di anni da vivere, senza considerare che proprio la riduzione della pensione determinerebbe, all'opposto, una riduzione del numero di anni di vita residua. Ma c'è di più.

3. Perché l'età pensionabile incide sui nostri redditi.

Oltre a questo aspetto tecnico-economico, che invalida il ragionamento verso il quale si può essere stati erroneamente condotti, dobbiamo aggiungere che le pensioni, pur essendo calcolate mediante la divisione della sommatoria dei contributi versati per il numero di anni di erogazione attesi, non sono pagate prelevando i soldi da un conto nel quale si troverebbero questi contributi.

Le pensioni sono cioè erogate mediante il sistema denominato *a ripartizione*, ossia prelevando le somme con cui devono essere pagate direttamente dai contributi versati nello stesso anno dai lavoratori occupati; non esiste cioè un ipotetico conto acceso presso l'INPS - o altro istituto o cassa di previdenza - nel quale sarebbero stati accantonati i contributi versati dal lavoratore prima del suo pensionamento. Questo non per un latrocinio, o per la cattiveria degli istituti di previdenza, bensì perché i contributi previdenziali non sono *accantonati* in un conto corrente individuale ma solo *conteggiati* come se lo fossero. La differenza è assai rilevante, dal punto di vista finanziario.

Se i contributi venissero accantonati effettivamente in un conto intestato al lavoratore, prima del pensionamento, essi sarebbero gestiti dall'INPS mediante un investimento di natura mobiliare o immobiliare, con la speranza di essere conservati e magari accresciuti in base ai rendimenti effettivamente

conseguiti dall'ipotetico gestore delle somme. Questo sarebbe, più o meno, un sistema *a capitalizzazione*.

Nel caso invece attualmente esistente in Italia,⁶ l'INPS gestisce le entrate e le uscite *dell'anno*, laddove le entrate sono costituite dai contributi versati, mentre le uscite sono le pensioni erogate sempre nello stesso anno. La differenza generale che c'è ogni anno fra tutte le gestioni è poi a carico della fiscalità generale. Ossia, quando ci sono uscite maggiori delle entrate, la differenza la paghiamo con le imposte versate nell'anno.

Che cosa implica, questo, per ragionare sull'età pensionabile? Implica che rimandare l'inizio della erogazione della pensione fa diminuire da subito la spesa pensionistica. Se diminuisce il numero di coloro i quali iniziano a percepire la pensione - che è l'obiettivo dell'innalzamento dell'età pensionabile tradotto in termini di numero di persone che la percepiscono - diminuisce la spesa per le pensioni e la spesa a carico della fiscalità generale.

Ciò accade immediatamente, e senza che si abbiano riflessi *diretti* sul PIL. La spesa pensionistica, infatti, non confluisce nel calcolo del flusso di ricchezza prodotta ogni anno e le persone che non vanno in pensione continuano a lavorare e a percepire un reddito, continuando quindi a spendere per consumi. Tuttavia, le persone che non possono coprire il posto di lavoro che sarebbe lasciato libero dai pensionati che rimangono a lavorare, non percepiscono un reddito aggiuntivo e quindi non aumentano effettivamente i consumi realizzabili. Ma questo, appunto, non fa diminuire il PIL, pur impedendone l'aumento. Pertanto, l'innalzamento dell'età pensionabile, può avere come *finalità* quella di ridurre la spesa pubblica, ma ha come *conseguenza* quella di impedire una crescita economica.

Il collegamento del quale si discorre in questi tempi è quindi errato ma la riflessione su un collegamento corretto implica il ragionare attorno alla relazione esistente fra la *riduzione* della spesa pubblica e la *inibizione* di una *crescita* immediata dei redditi disponibili nel sistema economico. E di sicuro, a causa di un decennio di crisi economica come quello appena trascorso, un

⁶ Non si può, per ora, fare diversamente dato che le pensioni erogate ogni anno hanno una dimensione pari a circa il 17% del PIL (<https://www.istat.it/it/assistenza-e-previdenza>) e quindi, considerando un periodo medio di erogazione di circa 18 anni (<https://www.inps.it/nuovoportaleinps/default.aspx?itemdir=49950>), accantonare i contributi corrisponderebbe a gestire un capitale pari a circa tre volte il PIL.

aumento del reddito porterebbe un aumento della spesa e quindi un aumento della produzione e della occupazione.⁷ Un dibattito sui collegamenti fra consumi, produzione e occupazione ha sempre interessato gli economisti, i politici e tutti i cittadini di ogni Paese; e continua a interessarci tutti. Però, includere in questo dibattito anche la spesa pensionistica, costituirebbe un punto di partenza decisamente utile a non sbagliare strategia a causa di un errore di obiettivi.

L'obiettivo dell'innalzamento dell'età pensionabile non è cioè l'adeguamento del numero di anni di pensione al numero di anni di vita attesa; l'obiettivo è la riduzione della spesa pubblica, per ragioni di Bilancio statale sulle quali non possiamo entrare in questo intervento.

Gli obiettivi di finanza pubblica, quindi, devono essere correttamente individuati anche in relazione alla spesa pensionistica, in modo da ricondurre la scelta dell'età pensionabile ad un ambito collegato con i *redditi immediati* di tutti i cittadini, e non, al contrario, con una erogazione smisurata di redditi ai pensionati. Le modalità mediante le quali conseguire un incremento dei nostri redditi futuri, oltre che presenti, senza essere costretti a dibattere su un argomento del tutto fuorviante, costituirebbe infatti un oggetto adeguato di riflessione per ciascuno di noi. E questo non solo in quanto se si sbaglia obiettivo qualsiasi strategia ipotizzata non può essere efficace, e ogni decisione politica sarà comunque errata. Sarebbe un oggetto adeguato di riflessione perché permetterebbe di comprendere come il sistema pensionistico non sia una cosa che riguarda solo i pensionati ma direttamente ed a cascata tutti coloro i quali producono per vendere merci ai pensionati, ma anche a coloro i quali li sostituirebbero sui luoghi di lavoro e quindi, di fatto, riguarda tutti noi.

È chiaro quindi che la faccenda delle pensioni non riguarda solo il momento del pensionamento che quindi possa essere relegato alla evocazione di quelle immagini tristi, di persone isolate che vagano nei giardini pubblici, sfaccendate e con tanta malinconia, cui ci hanno abituato i media moderni. Le pensioni sono redditi immediati che fanno parte del sistema economico attuale, anche se non entrano nel calcolo del PIL, e quindi, anche da questo

⁷ Questo effetto, inoltre, come viene insegnato fin dai primi anni dei corsi universitari di Economia politica sarebbe molto probabilmente moltiplicativo proprio per la precedente diminuzione del PIL, cui abbiamo assistito negli ultimi dieci anni.

punto di vista strettamente monetario, i pensionati non sono zavorre da tenere ai margini della società e da scaricare per volare più in alto; non sono solo coloro i quali devono percepire redditi adeguati ad uno stile di vita degno e quindi da sostenere pietisticamente. Nel caso particolare dei pensionati, invece, così come effettivamente nel caso di tutti i membri delle differenti categorie sociali nelle quali possiamo essere statisticamente raggruppati, si tratta dei membri di una categoria sociale le cui condizioni di vita incidono direttamente su quelle di tutte le altre e quindi sulle vite di tutti i partecipanti al sistema economico. Non ci possiamo quindi permettere uno sguardo pietistico perché questo può essere coerentemente messo in atto solo da colui il quale guarda una situazione con una partecipazione emotiva temporanea ma che non la vive direttamente. Ma, volenti o nolenti, anche se alcuni possono davvero temporaneamente - magari anche per un tempo sufficientemente lungo - permettersi uno sguardo pietistico, sino a quando siamo in vita questa reciproca interconnessione è consustanziale e quindi la statuizione dell'età pensionabile riguarda tutti noi, con tutti gli aspetti tecnici e politici direttamente ricompresi, sempre a patto che siano correttamente intesi.

Conclusioni

Di seguito i punti salienti di questo Osservatorio:

- Una crescita come non la si vedeva da anni, con un PIL che secondo le nostre stime salirà dell'1,6% quest'anno e dell'1,7% l'anno prossimo.
- Tornerà a crescere l'inflazione, con rincari che già si iniziano a percepire nei prodotti ad alta frequenza di acquisto.
- Cambia il mercato del lavoro: la tendenza si sposta verso occupazioni temporanee e a tempo parziale; disoccupazione appena sopra l'11% e Cassa integrazione in costante calo.
- Debito sempre a livelli critici, dopo la discesa a fine anno poco sotto ai 2.280 miliardi, tornerà a salire verso i 2.350 miliardi alla fine del primo semestre del 2018.
- I conti non tornano e le promesse di diminuzione del deficit restano disattese; Bruxelles richiede una correzione di bilancio.
- Rendimenti dei titoli di Stato contenuti e spesa per interessi stabile sui livelli dello scorso anno, a 67 miliardi.

Nota per la distribuzione

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

Invito ad approfondire

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

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

Sommario delle stime Mazziere Research

Debito Pubblico

La stima a ottobre 2017

2.290 miliardi (in aumento)

Intervallo confidenza al 95%:

compreso tra **2.286 e 2.294 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 dicembre 2017

La stima a novembre 2017

Compreso tra 2.294 e 2.299 miliardi (in aumento)

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 gennaio 2018

La stima a fine 2017

Compreso tra 2.272 e 2.280 miliardi (in diminuzione)

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 febbraio 2018

La stima a giugno 2018

Compreso tra 2.324 e 2.362 miliardi (in aumento)

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà agosto 2018

Spesa per Interessi

La stima a fine 2017

Spesa interessi titoli di Stato: **69,3 miliardi di euro,**

Dato finale annuale dopo le rettifiche: circa **67 miliardi di euro.**

Variazione PIL

La stima a fine 2017

Variazione PIL stimata: +1,6%

La stima a fine 2018

Variazione PIL stimata: +1,7%

Acquisti BCE di titoli di Stato italiani

La stima a settembre 2018

Acquisti totali per **369 miliardi, 19% del circolante.**

Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*
Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*
Banca d'Italia, *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2018-2020*, 7 novembre 2017
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*
Corte dei conti, *Audizione della Corte dei conti sul disegno di legge di bilancio per l'anno 2018*, 7 novembre 2017
DBRS, *DBRS Confirms Italy at BBB (high), Stable Trend*, 14 luglio 2017
Fitch, *Fitch Revises Estonia's Outlook to Positive; Affirms at 'A+'*, 10 novembre 2017
Fitch, *Fitch Affirms the Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 27 ottobre 2017
Fitch, *Fitch Affirms United Kingdom at 'AA'; Outlook Negative*, 27 ottobre 2017
Fitch, *Fitch Affirms Italy at 'BBB'; Outlook Stable*, 20 ottobre 2017
Fitch, *Fitch Upgrades Cyprus to 'BB'; Outlook Positive*, 20 ottobre 2017
Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 13 ottobre 2017
Fitch, *Fitch Affirms Norway at 'AAA'; Outlook Stable*, 29 settembre 2017
Fitch, *Fitch Affirms Switzerland at 'AAA'; Outlook Stable*, 29 settembre 2017
Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 1 settembre 2017
Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'B-' from 'CCC'; Outlook Positive*, 18 agosto 2017
Fitch, *Fitch Affirms Finland at 'AA+'; Outlook Stable*, 11 agosto 2017
Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 28 luglio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 28 luglio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Denmark at 'AAA'; Outlook Stable*, 21 luglio 2017
Fitch, *Fitch Revises Spain's Outlook to Positive; Affirms IDRs at 'BBB+', 21 luglio 2017
Fitch, *Fitch Affirms Ireland at 'A'; Outlook Stable*, 7 luglio 2017
IMF, *Italy: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission*, luglio 2017
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
I.stat, Principali aggregati del Prodotto interno lordo
Istat, Produzione industriale
Istat, Rapporto annuale 2017, 17 maggio 2017
Istat, Stima preliminare del Pil
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*,
 Dipartimento del Tesoro
 Moody's, *Moody's affirms Italy's Baa2 rating, maintains negative outlook*, 6
 ottobre 2017
 Moody's, *Moody's downgrades UK's rating to Aa2, changes outlook to
 stable*, 22 settembre 2017
 Moody's, *Moody's upgrades Ireland's rating to A2, changes outlook to stable
 from positive*, 15 settembre 2017
 Moody's, *Moody's upgrades Slovenia's government bond ratings to Baa1,
 assigns stable outlook*, 8 settembre 2017
 Moody's, *Moody's changes outlook on Portugal's Ba1 rating to positive from
 stable*, 1 settembre 2017
 Moody's, *Moody's upgrades government bond ratings of Cyprus to Ba3;
 maintains a positive outlook*, 28 luglio 2017
 Moody's, *Moody's affirms Estonia's A1 rating; maintains stable outlook*, 21
 luglio 2017
 Standard & Poor's, *State of The Netherlands Ratings Affirmed At 'AAA/A-
 1+'; Outlook Stable*, 17 novembre 2017
 Standard & Poor's, *Switzerland Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook
 Stable*, 17 novembre 2017
 Standard & Poor's, *European Financial Stability Facility 'AA/A-1+' Ratings
 Affirmed; Outlook Stable*, 27 ottobre 2017
 Standard & Poor's, *Ratings On The United Kingdom Affirmed At 'AA/A-1+';
 Outlook Remains Negative*, 27 ottobre 2017
 Standard & Poor's, *Italy Upgraded To 'BBB/A-2' On Firming Economic
 Recovery; Outlook Stable*, 27 ottobre 2017
 Standard & Poor's, *Norway 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains
 Stable*, 20 ottobre 2017
 Standard & Poor's, *France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 6
 ottobre 2017
 Standard & Poor's, *Kingdom Of Spain 'BBB+/A-2' Ratings Affirmed;
 Outlook Positive*, 29 settembre 2017
 Standard & Poor's, *Republic of Latvia Outlook Revised To Positive On
 Strong Economic Growth; 'A-/A-2' Ratings Affirmed*, 22 settembre 2017
 Standard & Poor's, *Republic Of Croatia Outlook Revised To Positive On
 Stronger Growth And Public Finances; 'BB/B' Ratings Affirmed*, 22
 settembre 2017

Standard & Poor's, *Ratings On Portugal Raised to 'BBB-/A-3' On Strong Economic And Budgetary Performance; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Grand Duchy of Luxembourg Rating Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Finland Ratings Affirmed At 'AA+/A-1+'; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Kingdom of Denmark 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Republic of Austria 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 15 settembre 2017

Standard & Poor's, *Kingdom of Sweden 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 1 settembre 2017

Standard & Poor's, *Ratings On Slovak Republic Affirmed At 'A+/A-1'; Outlook Stable*, 28 luglio 2017

Standard & Poor's, *Outlook On Greece Ratings Revised To Positive; 'B-' Long-Term Ratings Affirmed*, 21 luglio 2017

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Rapporto sulla programmazione di bilancio 2017*, 4 maggio 2017

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito delle audizioni preliminari all'esame della legge di bilancio per il triennio 2018-2020*, 7 novembre 2017

Comitato di Redazione

Maurizio Mazziro è un analista finanziario, Socio Professional SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto di materie prime è responsabile del Comitato di Consulenza di ABS Consulting. Fondatore della Mazziro Research si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione; affianca le aziende nell'attuazione di strategie di copertura dal rischio prezzi. Autore di numerosi libri fra cui la "Guida all'analisi tecnica", il "Manuale dell'investitore consapevole" e il nuovissimo "Investire in materie prime", viene spesso invitato come esperto di mercati ed economia in convegni, seminari, convention aziendali e 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 Ordinario 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 Full 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, 29 novembre 2017

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziero Research

<i>Italia: economia a metà 2017</i>	20 settembre 2017
<i>Italia 1 trim 2017: Pil, debito & Co.</i>	25 maggio 2017
<i>Italia: economia a fine 2016</i>	20 febbraio 2017
<i>Italia 3 trim 2016: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2016
<i>Italia: economia a metà 2016</i>	19 settembre 2016
<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 2015
<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 2013
<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

QUADERNO DI RICERCA

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

Anno VII, Numero 4; ISSN 2283-7035

Italia 3 trim 2017 - Pil debito & Co

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2017