

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2018

Italia economia a fine 2017

*Osservatorio trimestrale
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno VIII - Numero 1

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>Eurozona: chi va dietro la lavagna</i>	Pag. 13
Le entrate e le uscite	Pag. 15
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 16
<i>Stima spesa per interessi a fine 2018</i>	Pag. 17
<i>Il portafoglio in derivati del Tesoro</i>	Pag. 21
<i>Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?</i>	Pag. 22
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 23
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 24
L'inflazione	Pag. 28
La disoccupazione	Pag. 31
Approfondimenti	
<i>Il commento di Andrew Lawford:</i>	
<i>La Banca Centrale Europea: "Fai ciò che dico, non ciò che faccio"</i>	Pag. 35
<i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i>	
<i>L'impatto economico della distribuzione del Valore aggiunto</i>	Pag. 39
Conclusioni	Pag. 47
Sommario delle stime Mazziero Research	Pag. 49
Bibliografia	Pag. 50

Gli autori di questo numero

Per l'Osservatorio:

Maurizio Mazziero

Per gli Approfondimenti:

Andrew Lawford

Gabriele Serafini

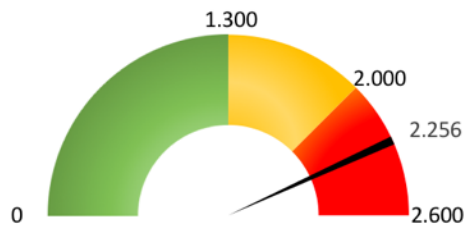
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

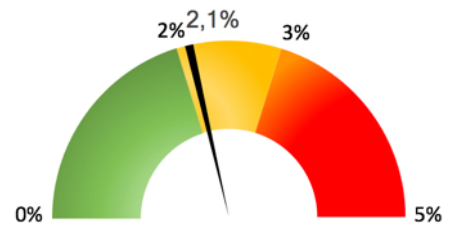
Il barometro dell'economia italiana

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

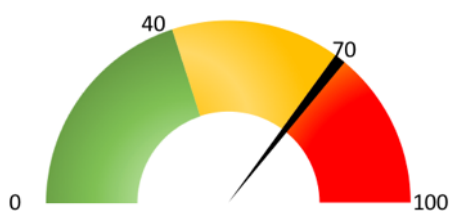
Debito pubblico dicembre 2017 (€mld)



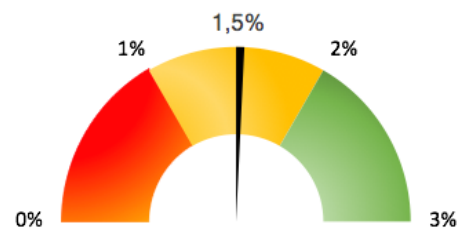
Deficit/PIL stima 2017



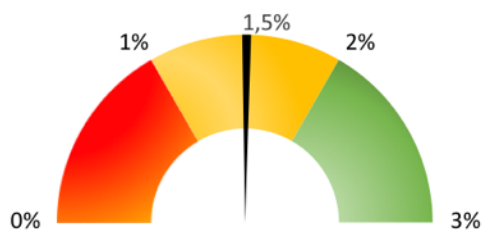
Stima spesa interessi 2018 (€mld)



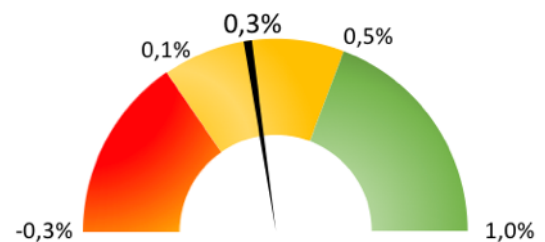
Avanzo Primario/PIL 2016



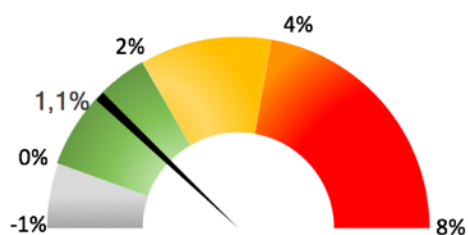
PIL Annuale 2017



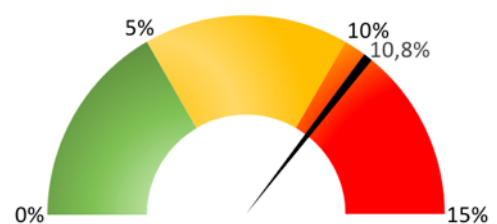
Crescita - PIL Trimestrale 4q2017



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.

Oggi il cretino è pieno di idee.
Ennio Flaiano

Introduzione

La citazione di Ennio Flaiano che apre questo XXIX Osservatorio è volutamente irriverente.

In questi otto anni di pubblicazione, abbiamo attraversato fasi drammatiche e fasi che avrebbero potuto creare condizioni molto favorevoli per il nostro Paese.

La realtà è che queste si sono tradotte in progressi saltuari intervallati da arretramenti inaspettati. È il caso, ad esempio, della stima preliminare del PIL del quarto trimestre: piuttosto al di sotto delle attese, con effetti calanti sul risultato annuale.

Eppure, questo dato è stato salutato come il migliore da diversi anni a questa parte, senza considerare che risulta ampiamente inferiore ai principali paesi europei. Superfluo, a questo punto, menzionare il debito che, pur in calo a fine anno, conserva una solida tendenza in aumento.

L'attuale campagna elettorale cerca il più possibile di evitare questi argomenti spinosi e quando i politici vengono chiamati ad esprimersi su ciò riescono ad inventare soluzioni creative che possano creare il minor malcontento, anche a scapito della loro applicabilità, come insegna Flaiano.

Da questo mese potrete trovare nelle librerie "La crisi economica e il macigno del debito" un libro che partendo dalle origini della crisi si interroga sulle ragioni di un'Italia che stenta a crescere. Nulla viene tralasciato, contemplando anche i vantaggi e le ripercussioni dell'opzione Italexit. Ringraziamo la casa editrice Hoepli che ci ha dato la possibilità di esporre la nostra analisi sulla crisi, un condensato dell'esperienza di tutti questi anni di pubblicazione dell'Osservatorio. 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+	Stabile	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	BBB	Stabile	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+	Stabile	BBB+	Positivo	Baa1	Stabile	NA	NA
Spagna	BBB+	Positivo	A-	Stabile	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)

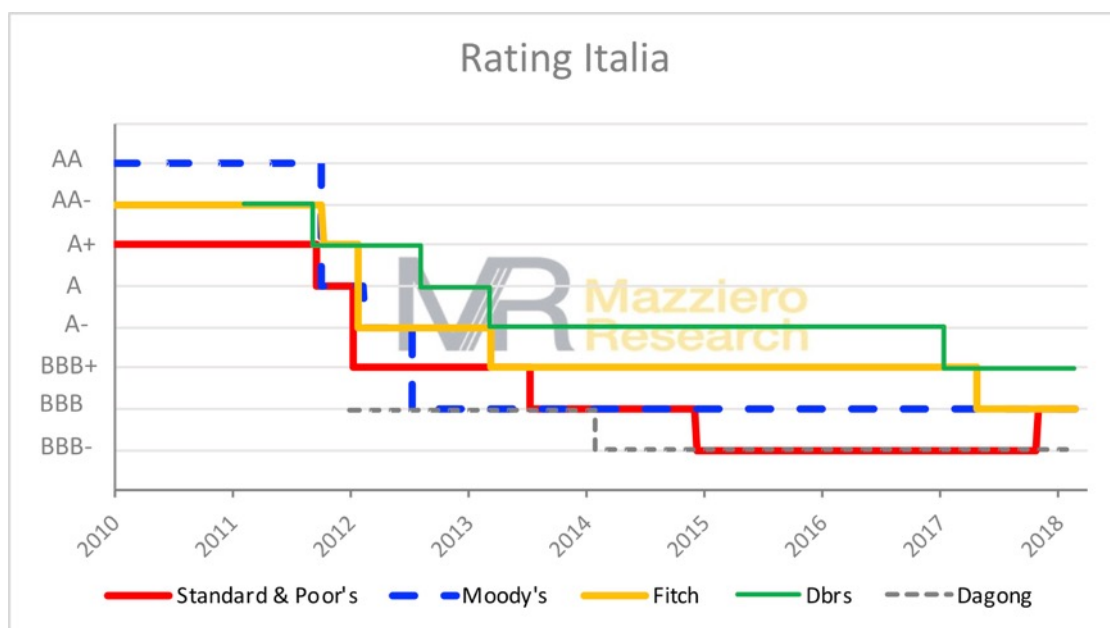
I fatti

- 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.
- 1 dicembre 2017, S&P conferma l'Irlanda ad A+, con outlook stabile.
- 1 dicembre 2017, Fitch conferma il Belgio ad AA-, con outlook stabile.
- 8 dicembre 2017, S&P conferma l'Estonia ad AA-, con outlook stabile.
- 8 dicembre 2017, Fitch conferma l'ESM ad AAA, con outlook stabile.
- 8 dicembre 2017, Fitch conferma l'EFSF ad AA, con outlook stabile.
- 15 dicembre 2017, S&P conferma la Slovenia ad A+, con outlook stabile.
- 15 dicembre 2017, Fitch promuove il Portogallo a BBB, con outlook stabile.
- 15 dicembre 2017, Fitch promuove l'Irlanda ad A+, 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

- 12 gennaio 2018, DBRS conferma l'Italia a BBB (high), con outlook stabile.
- 12 gennaio 2018, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 19 gennaio 2018, Fitch promuove la Spagna ad A-, con outlook stabile.
- 19 gennaio 2018, Fitch conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 19 gennaio 2018, S&P promuove la Grecia ad B, con outlook positivo.
- 26 gennaio 2018, S&P conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 26 gennaio 2018, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 26 gennaio 2018, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 2 febbraio 2018, Fitch conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 2 febbraio 2018, Fitch conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 2 febbraio 2018, DBRS conferma l'EFSF ad AAA, con outlook stabile.
- 2 febbraio 2018, DBRS conferma l'ESM ad AAA, con outlook stabile.
- 9 febbraio 2018, Moody's conferma l'EFSF ad Aa1, con outlook stabile.
- 9 febbraio 2018, Moody's conferma l'ESM ad Aa1, con outlook stabile.
- 9 febbraio 2018, Fitch conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 9 febbraio 2018, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 9 febbraio 2018, Fitch conferma la Malta ad A+, con outlook stabile.
- 16 febbraio 2018, Fitch promuove la Grecia a B, con outlook positivo.



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

L'analisi

Moody's si esprime sul dopo elezioni

Moody's ha rilasciato recentemente un report sull'Italia dal titolo "*Cross Sector Italy - High government debt likely to restrain implementation of election pledges*", l'analisi come si può intuire è incentrata sulle ricadute degli esiti delle votazioni politiche del 4 marzo e il tema centrale è focalizzato sul fatto che l'elevato indebitamento limiterà l'attuazione degli impegni elettorali.

Letto con occhi non italiani questo significa che i politici, nell'indicare un programma, mentono sapendo di mentire e che forse anche gli italiani sanno di essere presi in giro e lasciano fare.

Tuttavia, in assenza di esiti elettorali inattesi, non si prevedono drastici cambiamenti delle condizioni economiche, né si prevede che un taglio delle tasse potrebbe essere abbastanza ampio da migliorare il livello dei consumi.

Secondo Moody's la principale debolezza dell'Italia resta quella dell'elevato debito, ancora stabilmente oltre il 130%; eventuali alleggerimenti delle precedenti riforme pensionistiche contribuirebbero solo a peggiorare ulteriormente questa condizione.

In assenza di un chiaro risultato dalle urne si potrebbe creare una condizione di incertezza che andrebbe a influire sulla fiducia dei consumatori e delle imprese, con ricadute sulla crescita economica.

In pratica nulla di nuovo sotto il sole.

(Nota: I commenti in corsivo esprimono opinioni del solo autore e non sono in alcun modo attribuibili al Report di Moody's)

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2016		2017	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.195.102	21.773	2.250.846	32.375
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	2.289.693	6.026
Novembre	2.231.117	6.806	2.275.046	-14.647
Dicembre	2.218.471	-12.646	2.256.061	-18.985
Totale		45.142		37.590

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

I fatti

- Debito a dicembre 2017: 2.218 miliardi; al di sotto del record storico di luglio.
- L'incremento del debito nel 2017 è stato di 37,6 miliardi, nello stesso periodo del 2016 era stato di 45,1 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2018, è di 40.701 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 956 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 73,5%, oltre il doppio dell'indice concatenato Istat che indica dal 2000 al 2017 un'inflazione del 30%.

L'analisi

Forte calo del debito a dicembre

La **Tabella 3** mostra l'evoluzione del debito pubblico confrontandola con quella dell'anno precedente. Possiamo notare tre aspetti importanti:

1. Nella sua dinamica il debito raggiunge il massimo annuale intorno a luglio, dopodiché per effetto dei versamenti a saldo delle imposte, inizia a scendere.
2. Nel mese di dicembre si ha un forte calo del debito pubblico, le risorse vengono gestite per presentare un dato di fine anno in linea con gli impegni di bilancio.
3. Quest'anno la riduzione è stata ancora più consistente e negli ultimi due mesi il debito è sceso di quasi 34 miliardi. Il debito aggiuntivo del 2017 è stato quindi di 37,6 miliardi, 7,5 in meno rispetto ai 45,1 miliardi del 2016.

La tendenza resta comunque al rialzo

Siamo di fronte a un miglioramento dei conti pubblici, tuttavia la tendenza del debito resta saldamente in rialzo e già a partire da gennaio si tornerà a salire (**Figura 2**).

Tuttavia, pur essendo ancora in presenza di dati preliminari e incompleti, pensiamo che il racconto del debito 2017 si giocherà ancora una volta sui dati rapportati al PIL, che dovrebbero evidenziare un rapporto in diminuzione rispetto a quello dell'anno precedente.

Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2018

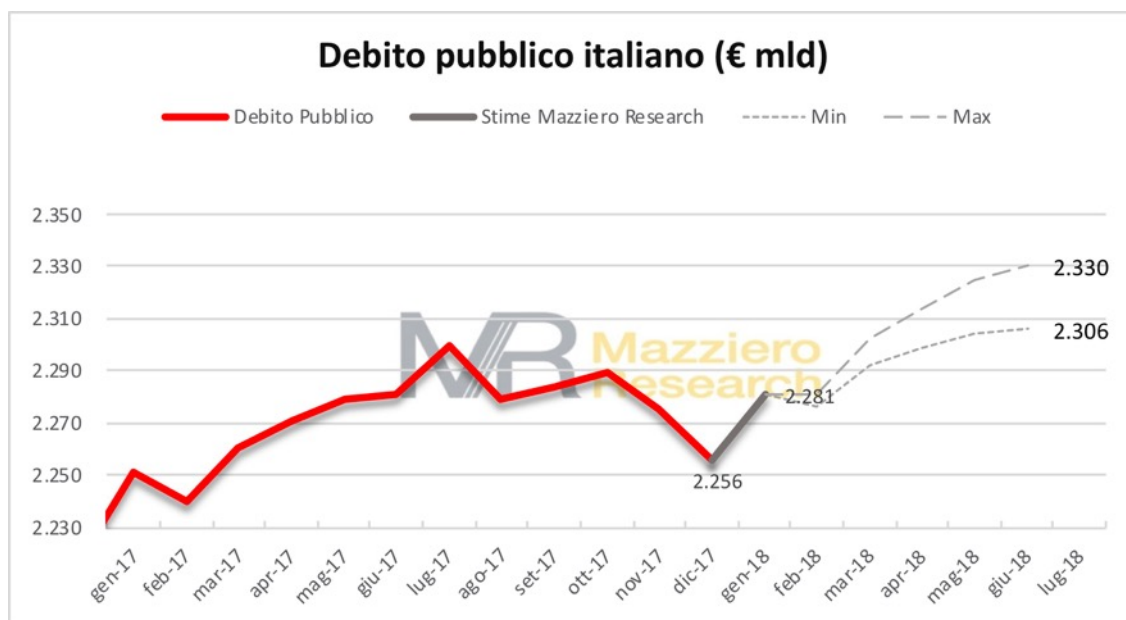


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime a giugno 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

La stima a gennaio 2018

2.281 miliardi (in forte aumento)

Intervallo confidenza al 95%: **2.277 – 2.285 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 marzo 2018

La stima a giugno 2018

Compreso tra 2.306 e 2.330 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà agosto 2018

L'analisi Mazziere Research

Dopo il forte calo di fine anno il debito pubblico inizierà a crescere velocemente sin da gennaio (stima a **2.281 miliardi**), portandosi **tra 2.306 e 2.330 miliardi** al termine del 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
2016	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
	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
2017	Stime MR	2.248	2.239	2.257	2.269	2.277	2.279	2.301	2.276	2.280	2.290	2.275	2.267
	Dato Ufficiale	2.251	2.240	2.261	2.271	2.279	2.281	2.300	2.279	2.284	2.290	2.275	2.256
	Δ (Uff - Stima)	3	1	4	2	2	2	-1	3	4	0	0	-11
2018	Stime MR	2.281											
	Dato Ufficiale												
	Δ (Uff - Stima)												

Tabella 4: Affidabilità delle stime Mazziere Research sul debito pubblico

Eurozona: chi va dietro la lavagna

Indicatori di finanza pubblica, 2016-18
(in percentuale del PIL)

Paese	Procedura per disavanzo eccessivo	Valutazione Commissione europea	Saldo nominale			Saldo primario			Saldo strutturale			Debito pubblico		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Austria		A rischio	-1,6	-0,9	-0,8	0,5	0,9	0,8	-1,0	-0,8	-1,2	83,6	78,3	75,2
Belgio		A rischio	-2,5	-1,5	-1,1	0,4	1,0	1,2	-2,1	-1,5	-1,2	105,7	104,1	102,7
Cipro		Sost. in linea con PSC	0,5	1,0	1,3	3,0	3,5	3,8	1,1	0,4	-0,2	107,1	99,0	92,4
Estonia		Sost. in linea con PSC	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-1,0	9,4	9,0	8,6
Finlandia		In linea con PSC	-1,7	-1,2	-1,4	-0,7	-0,2	-0,5	-0,4	-0,7	-1,2	63,1	62,5	61,9
Francia	In corso	A rischio	-3,4	-2,9	-2,6	-1,5	-1,1	-0,8	-2,6	-2,4	-2,4	96,5	96,8	96,8
Germania		In linea con PSC	0,8	0,8	0,5	2,1	2,0	1,8	0,9	1,0	0,5	68,1	65,3	63,3
Irlanda		Sost. in linea con PSC	-0,7	-0,3	-0,2	1,6	1,7	1,7	-1,9	-1,1	-0,6	72,8	70,1	69,0
Italia		A rischio	-2,5	-2,1	-1,6	1,5	1,7	2,0	-1,7	-2,1	-1,9	132,0	131,6	130,0
Lettonia		In linea con PSC	0,0	-0,9	-1,0	1,1	0,1	-0,2	-0,6	-1,8	-1,9	40,6	38,7	37,3
Lituania		In linea con PSC	0,3	0,1	0,6	1,6	1,2	1,5	-0,2	-0,9	-0,5	40,1	41,5	37,6
Lussemburgo		In linea con PSC	1,6	0,6	0,6	1,9	0,9	0,9	2	0,9	0,5	20,8	23,5	22,7
Malta		Sost. in linea con PSC	1,1	0,8	0,5	3,3	2,7	2,2	0,8	0,6	0,2	57,6	54,9	50,8
Olanda		Sost. in linea con PSC	0,4	0,6	0,8	1,4	1,5	1,6	0,9	0,2	0,1	61,8	57,5	54,4
Portogallo		A rischio	-2,0	-1,4	-1,0	2,2	2,5	2,6	-2,0	-1,8	-1,4	130,1	126,2	123,5
Slovacchia		Sost. in linea con PSC	-2,2	-1,6	-0,8	-0,5	-0,3	0,4	-2,0	-1,5	-0,9	51,8	51,1	49,9
Slovenia		A rischio	-1,9	-0,8	0,4	1,1	1,9	2,3	-1,5	-1,5	-1,0	78,5	75,2	71,7
Spagna	In corso	Sost. in linea con PSC	-4,5	-3,1	-2,3	-1,7	-0,5	0,3	-3,3	-2,8	-2,5	99,0	98,1	96,8
Media Euro			-1,6	-1,2	-1,0	0,6	0,9	1,0	-1,1	-1,0	-1,1	89,6	88,0	86,5

Fonte: elaborazioni sulle Opinioni della Commissione europea del 22 novembre 2017. Dati dei DPB 2018 dei paesi dell'area dell'euro a 18 (Grecia esclusa).

*Tabella 5: Possibili procedure per deficit eccessivo
(Ufficio parlamentare di Bilancio – Focus 1/2018)*

Nel Focus numero 1 del 2018, l'**Ufficio parlamentare di Bilancio** ha esaminato la coerenza del nostro Documento programmatico di Bilancio con i vincoli europei raffrontando la situazione con gli altri paesi dell'Eurozona.

Da quanto si può leggere, solo due paesi dell'area euro sono oggetto di una possibile procedura per disavanzo eccessivo (Francia e Spagna), mentre sei risultano a rischio di deviazione significativa dagli obiettivi, fra cui anche l'Italia (**Tabella 5**).

Proprio dalla **Tabella 5**, si può anche notare che l'Italia, dopo Francia e Spagna, manterrebbe nel 2018 il terzo disavanzo più elevato (-1,6% nella sezione del saldo nominale) e il primo fra i sei Paesi a rischio di deviazione. Nel contempo l'obiettivo di saldo primario sarebbe il doppio della media europea, ovviamente per compensare parzialmente l'elevata spesa per interessi.

Occorre aggiungere che la Commissione Europea ha riscontrato una difformità del bilancio italiano per il 2018 pari a 0,6 punti di PIL (circa 10 miliardi) e, applicando un margine di discrezionalità, ha richiesto una correzione dimezzata a 0,3 punti di PIL.

L'aggiustamento successivo presentato dal Governo e ricalcolato dalla Commissione Europea consisterebbe in 0,2 punti di PIL, evidenziando una diversità di vedute tra il Tesoro e la Commissione Europea (**Tabella 6**).

Continua alla pagina successiva

Riquadro 2 Bis
Segue dalla pagina precedente

Aggiustamento dei paesi eleggibili per l'applicazione del margine di discrezionalità, 2018
(in percentuale del PIL)

	Belgio	Francia	Italia	Slovenia
Aggiustamento richiesto coerente con la matrice (a)	0,6	0,6	0,6	1,0
Margine di discrezionalità (b)	0,0	0,0	0,3	0,4
Aggiustamento richiesto finale (a-b)	0,6	0,6	0,3	0,6
Aggiustamento programmatico del DBP (ricalcolato dalla Commissione)	0,3	0,0	0,2	0,5
Aggiustamento previsto dalla Commissione nelle previsioni di autunno 2017 ⁽¹⁾	-0,1	-0,4	0,1	0,0

Fonte: Opinioni della Commissione europea del 22 novembre 2017 sui DBP 2018.

(1) Il segno meno indica un aumento del disavanzo strutturale.

*Tabella 6: Aggiustamento e applicazione dei margini di discrezionalità
(Ufficio parlamentare di Bilancio – Focus 1/2018)*

Ne consegue pertanto che, qualora si rivelasse corretto il calcolo della Commissione Europea, il Ministero delle Finanze potrebbe trovarsi costretto in primavera a un'ulteriore correzione dello 0,1% del PIL, pari a 1,6-1,7 miliardi.

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflaz. IPCA
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,30%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,60%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,80%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,30%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	2,20%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,20%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	2,00%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,50%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,80%
Anno 2010	1.851.213	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%
Anno 2017	2.256.061	37.590	1,69%	1,10%
Incremento		955.720	73,50%	

*Tabella 7: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a dicembre 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

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	32.424	70.626	-38.202
Novembre	36.594	58.281	-21.687	39.684	49.143	-9.459
Dicembre	92.486	89.064	3.422	94.386	102.250	-7.864
Totale	502.641	544.267	-41.626	506.257	571.298	-65.041

Tabella 8: Andamento entrate e uscite statali nel 2016 e 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Nel 2017 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 65 miliardi.
- Nel 2016 la differenza era stata di 41,6 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2017 è stata di 42,2 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2016 è stata di 41,9 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2017 è stata di 47,6 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2016 è stata di 45,4 miliardi.
- Da gennaio a novembre 2017 le entrate tributarie sono state di 407.948 milioni di euro (+3.801 milioni di euro rispetto al 2016, pari a +0,9%). Le imposte dirette si attestano a 224.810 milioni di euro +319 milioni di euro, pari a +0,1%) e le imposte indirette risultano pari a 183.138 milioni di euro (+3.482 milioni di euro, pari a +1,9%).

L'analisi

Peggiora il divario tra entrate e uscite

Continuano le problematiche del bilancio sul fronte della cassa, se infatti confrontiamo la differenza fra incassi e spese nel 2017 con quello del 2016 (**Tabella 8**) possiamo notare un forte peggioramento. Infatti, le spese, nell'anno 2017, sono state superiori alle entrate di 65 miliardi, molto peggio rispetto al 2016 quando il divario era di 41,6 miliardi. Il peggioramento si riscontra anche nella **Tabella 9** che mostra entrate medie mensili in aumento per 301 milioni che si rapportano a uscite medie mensili in aumento di 2.253 milioni. Il risultato finale è uno scostamento che mediamente nel 2017 è stato di 2 miliardi al mese in più rispetto al 2016.

Entrate	Uscite	Differenza
301	2.253	-1.951

Tabella 9: Scostamento media entrate e uscite mensili tra 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%
Anno 2017	1.906.389	6,90	67.973	3,57%
Gennaio 2018	1.925.112	6,91	NA	NA

*Tabella 10: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a gennaio 2018
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

I fatti

- Circolante Titoli di Stato a gennaio 2018 pari a 1.925 miliardi.
- Vita media residua a 6,91 anni, in aumento dai minimi di luglio 2014 a 6,31.
- Spesa per interessi a fine 2017 pari a 68 miliardi.
- Dal 2006 a dicembre 2017 sono stati pagati 881 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a dicembre 2017: BOT -0,41%, BTP 1,05%, CCT 0,48%.

L'analisi

Il 2017 un anno tutto sommato tranquillo

Dal punto di vista delle emissioni dei titoli di Stato, il 2017 si può archiviare come un anno senza sorprese: non vi sono state particolari tensioni, il circolante è cresciuto di una quarantina di miliardi (**Figura 4** e **Tabella 10**) e la durata media finanziaria è cresciuta portandosi a un soffio dai 7 anni (**Figura 5**).

Il BTP Italia un vero affare... per lo Stato

Anche nel 2017 il Dipartimento del Tesoro ha continuato con le emissioni di BTP Italia, i titoli di Stato indicizzati all'inflazione e destinati al pubblico dei risparmiatori; l'indicizzazione riguarda sia il capitale sia la cedola e segue l'andamento dell'indice FOI, senza tabacchi (si veda anche la sezione sull'inflazione, più avanti in questo Osservatorio).

I titoli sono stati collocati attraverso due emissioni, a maggio e a novembre con scadenza 2023, quindi con un orizzonte temporale di 6 anni.

La cedola annua, fissata in fase di emissione, è stata dello 0,45% per il BTP Italia collocato a maggio e 0,25% per quello di novembre.

Stima spesa per interessi a fine 2018

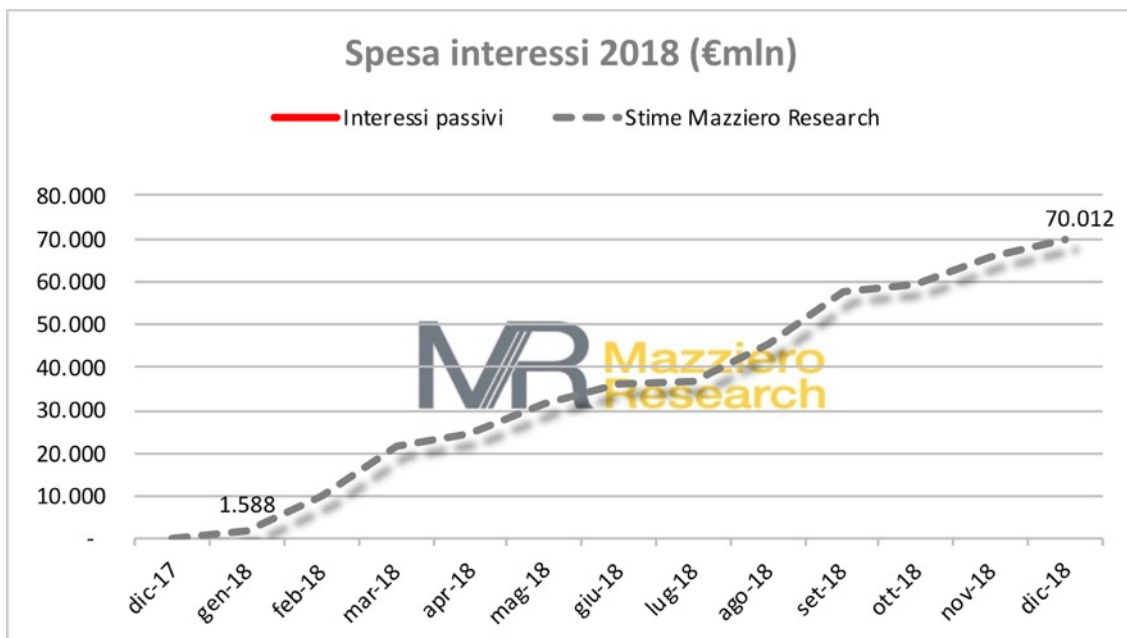


Figura 3: Stima spesa per interessi a fine 2018
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)

La stima a fine 2017

Spesa per interessi a fine 2017: **68 miliardi di euro.**

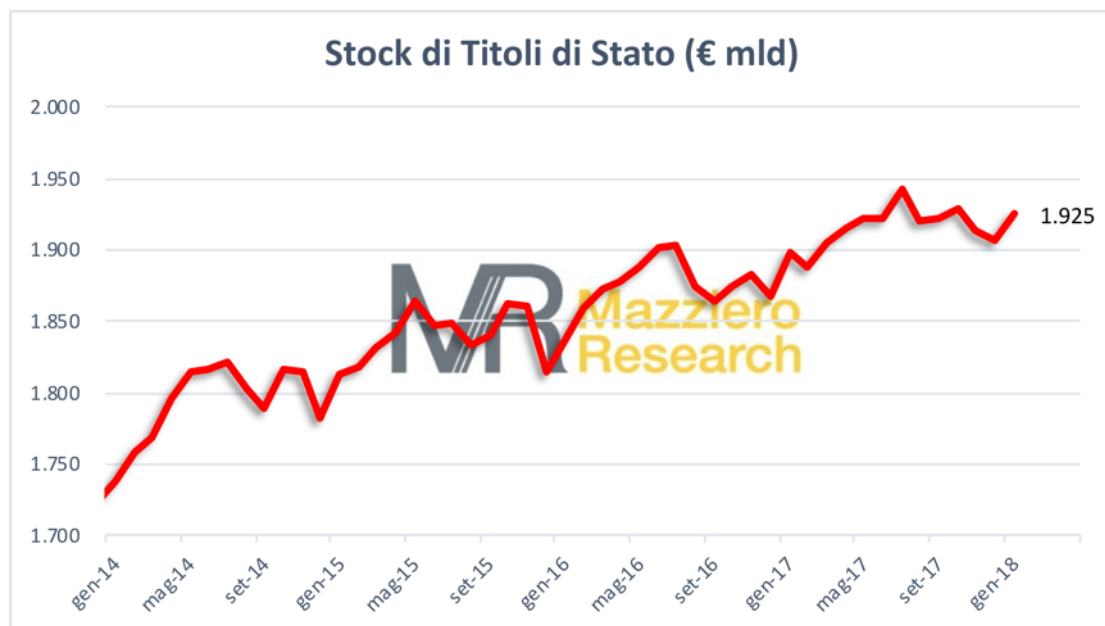
Nota: dopo alcuni mesi viene comunicata dalla Ragioneria Generale la spesa per interessi finale, il dato annuale è generalmente inferiore di circa 2 miliardi rispetto alla somma dei singoli mesi, è quindi plausibile una cifra finale di 66 miliardi.

La stima a fine 2018

Le nostre prime stime di spesa per interessi nel 2018 vedono una crescita del servizio del debito per circa 2 miliardi nell'anno in corso, per giungere a una cifra a fine anno intorno ai **70 miliardi di euro**, che si tradurrebbe in una cifra finale dopo le rettifiche della Ragioneria Generale di 68 miliardi.

Valori in miliardi €	Affidabilità stime Mazziere Research sulla spesa per interessi											
	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
2016 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
2016 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
2017 Dato Ufficiale	1,5	8,0	11,7	2,6	6,5	4,7	0,9	8,2	11,6	1,6	6,7	4,3
2017 Δ (Uff - Stima)	0,8	0,4	-1,2	0,2	-0,4	-0,7	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4
2018 Stime MR	1,6											
2018 Dato Ufficiale												
2018 Δ (Uff - Stima)												

Tabella 11: Affidabilità delle stime Mazziere Research su spesa per interessi

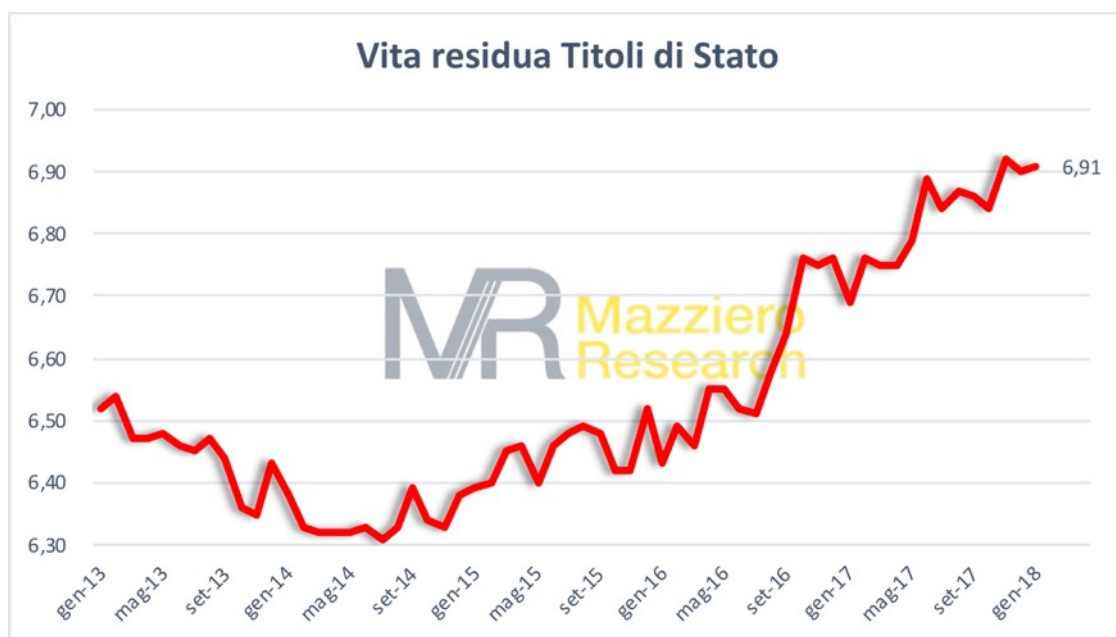


*Figura 4: Circolante di Titoli di Stato dal 2014 a gennaio 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*

Il rendimento rimarrà quindi fisso, salvo che non intervenga un rialzo dell'inflazione contribuendo a innalzare cedole e capitale restituito. Un'evenienza che tuttavia non si sta manifestando e che quindi non contribuisce alla popolarità di questi titoli.

Se osserviamo infatti il circolante di BTP Italia dalla loro nascita nel 2012 ad oggi (**Figura 6**) possiamo notare che dopo una forte crescita che li ha portati ad oltre 100 miliardi nel 2015, ne è seguita una costante discesa che non consente di rimpiazzare i rimborsi.

D'altra parte, non potrebbe essere altrimenti, dato che ci sembra che il beneficio maggiore sia stato principalmente delle casse pubbliche.



*Figura 5: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 a gennaio 2018
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

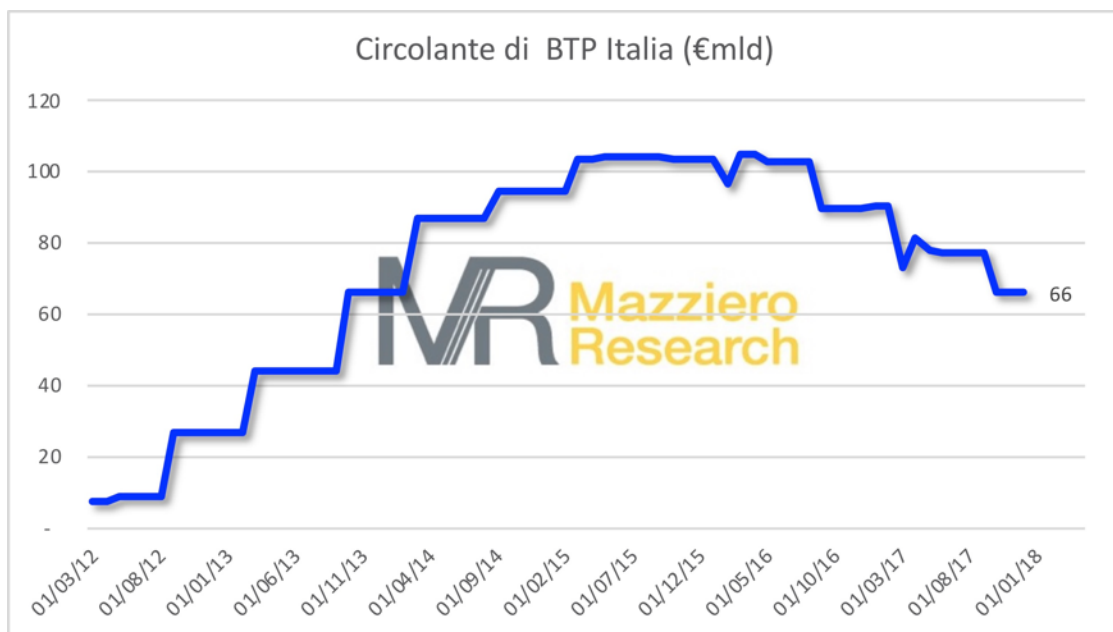


Figura 6: Circolante di BTP Italia dal 2012 ad oggi
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Rendimenti ancora contenuti

Restano ancora sotto controllo i rendimenti dei titoli di Stato (**Figura 7**), con i BOT ancora in territorio negativo che accentuano la tendenza al di sotto dello zero. Anche i CCT rafforzano il ribasso tornando al di sotto dello 0,5%, mentre restano appena poco sopra l'unità i rendimenti medi dei BTP; il tasso tipico, che misura il rendimento medio dei titoli di Stato pesato per il circolante di ciascuna tipologia, si attesta allo 0,79%.

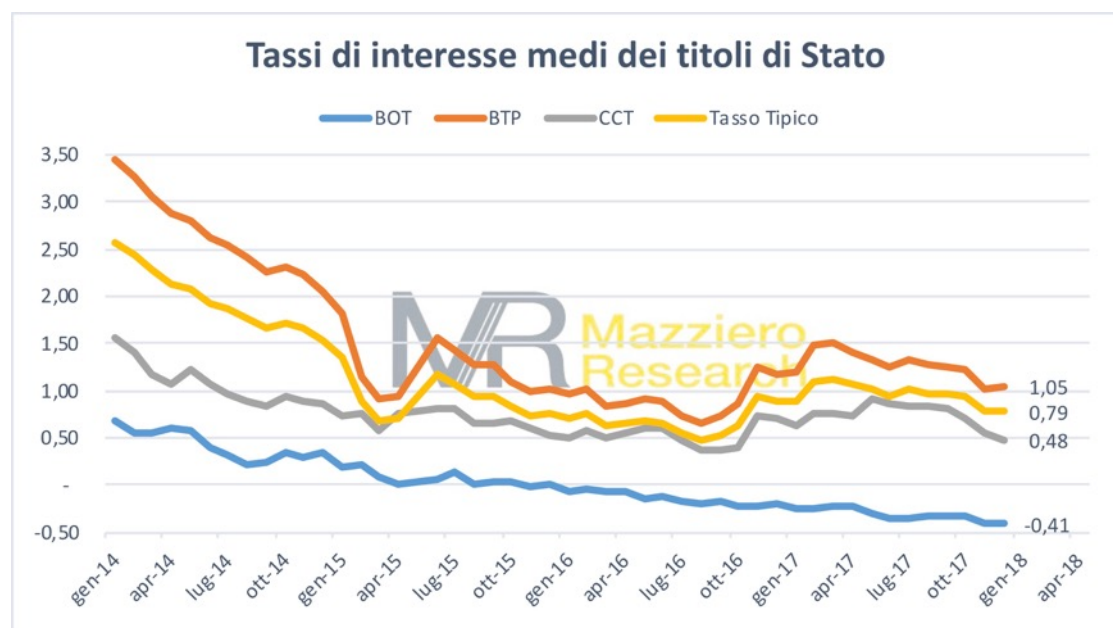


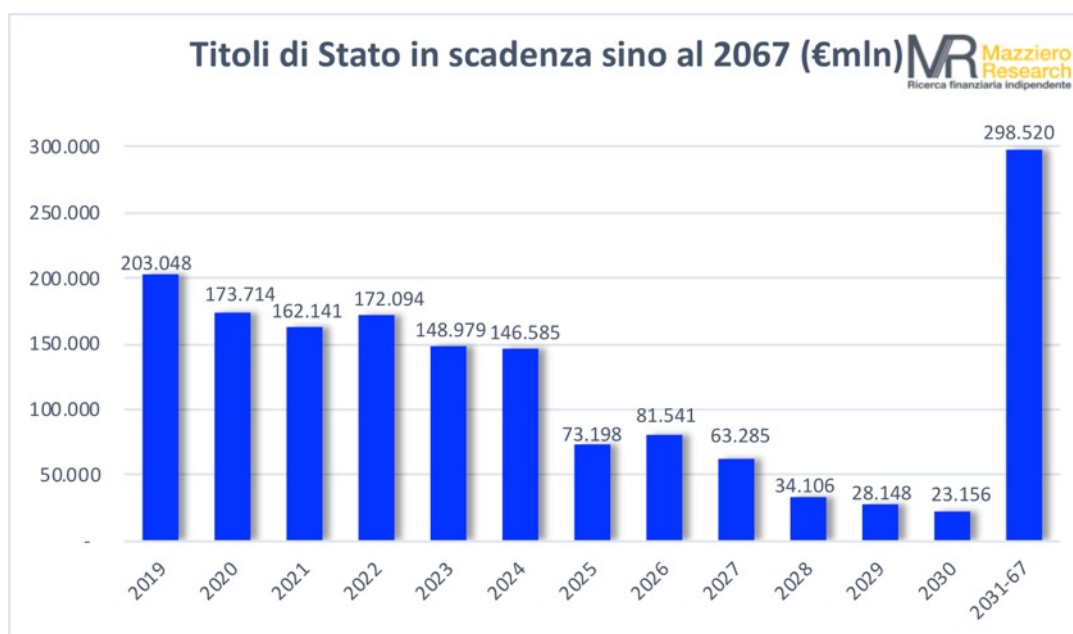
Figura 7: Tassi di interesse medi dei Titoli di Stato da gen. 2014 a dicembre 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)



*Figura 8: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2018 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF)*

Giugno, agosto e dicembre i mesi più problematici per le scadenze

Tornano un po' a sorpresa, malgrado il grande lavoro di diversificazione del Tesoro, alcune scadenze con rimborsi superiori ai 30 miliardi, come si può vedere per i mesi giugno, agosto e dicembre nella **Figura 8**, resta piuttosto scarica invece la scadenza di luglio. Sicuramente l'operato del Tesoro in questi mesi sarà volto a smorzare queste differenze, sperando nel perdurare delle condizioni favorevoli del mercato. Abbastanza uniforme la suddivisione delle scadenze nei vari anni (**Figura 9**), gli importi tra il 2020 e il 2024 non presentano grandi differenze, mentre negli anni successivi le cifre restano abbastanza contenute e capaci di accogliere ulteriori emissioni.



*Figura 9: Titoli di Stato in scadenza sino al 2067 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF)*

Il portafoglio in derivati del Tesoro

Strumenti derivati su debito		(dati in €mln)							
Strumento	31/12/2016				30/09/2017				
	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %	
IRS ex-ISPA	3.500	2,44%	-1.542	4,06%	3.500	2,59%	-1.297	4,07%	
CCS (Cross Currency Swap)	8.992	6,26%	875	-2,31%	6.162	4,56%	250	-0,78%	
IRS (Interest Rate Swap) di copertura	10.357	7,21%	808	-2,13%	10.124	7,49%	684	-2,15%	
IRS (Interest Rate Swap) di duration	113.782	79,24%	-34.437	90,75%	111.782	82,72%	-29.232	91,77%	
Swaption	6.959	4,85%	-3.650	9,62%	3.569	2,64%	-2.257	7,09%	
Totale derivati su debito	143.590	100,00%	-37.946	100,00%	135.137	100,00%	-31.852	100,00%	
Titoli di Stato in circolazione	1.867.214				1.921.804				
Derivati su debito/Titoli di Stato	7,69%				7,03%				

Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005)

Strumento	Nozionale	MTM	Nozionale	MTM
IRS (Interest Rate Swap)	2.341	-346	2.096	-287

Portafoglio strumenti derivati complessivo

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %
Derivati su debito	143.590	98,40%	-37.946	99,10%	135.137	98,47%	-31.852	99,11%
Derivati su attivi	2.341	1,60%	-346	0,90%	2.096	1,53%	-287	0,89%
Totale strumenti derivati	145.931	100%	-38.292	100%	137.233	100%	-32.139	100%

Tabella 12: Portafoglio in derivati al 3 trim 2017
(Fonte MEF)

La **Tabella 12** mostra il portafoglio in derivati dello Stato italiano, pubblicato dal Dipartimento del Tesoro e aggiornato al terzo trimestre 2017 (avevamo trattato i derivati pubblici negli Osservatori di fine 2014 e del primo trimestre 2015 e 2016).

Come è possibile notare la posizione complessiva è pari a 137 miliardi, in calo dai quasi 146 miliardi di fine 2016, mentre il valore di mercato (Mark to market – MTM) è negativo per poco più di 32 miliardi.

L'83% della posizione in derivati, quasi 112 miliardi, è relativo a swap di duration: si tratta di strumenti di copertura dal rialzo dei tassi e alcuni di questi sono abbinati alla vendita di swaption. La posizione in swap di duration, oltre ad essere la posizione più ampia, è anche quella con la perdita più consistente, di poco superiore ai 29 miliardi.

Gli IRS ex-ISPA si riferiscono ai derivati stipulati dalla società Infrastrutture S.p.A. e accollati al Tesoro in base alla Legge finanziaria per il 2007, anche questi rappresentano una perdita di 1,3 miliardi. I CCS (Cross Currency Swap) sono strumenti di copertura per le emissioni in valuta estera, mentre gli IRS di copertura si riferiscono a un Programma di emissioni a Medio Termine collocato principalmente presso investitori asiatici.

I derivati IRS sugli attivi, anch'essi in perdita, si riferiscono a coperture dal rialzo tassi sui mutui stipulati da enti pubblici con la Cassa Depositi e Prestiti e trasferiti al Tesoro; questi contratti non rientrano nella gestione del debito.

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 2018 a settembre 2018: **30 miliardi al mese**

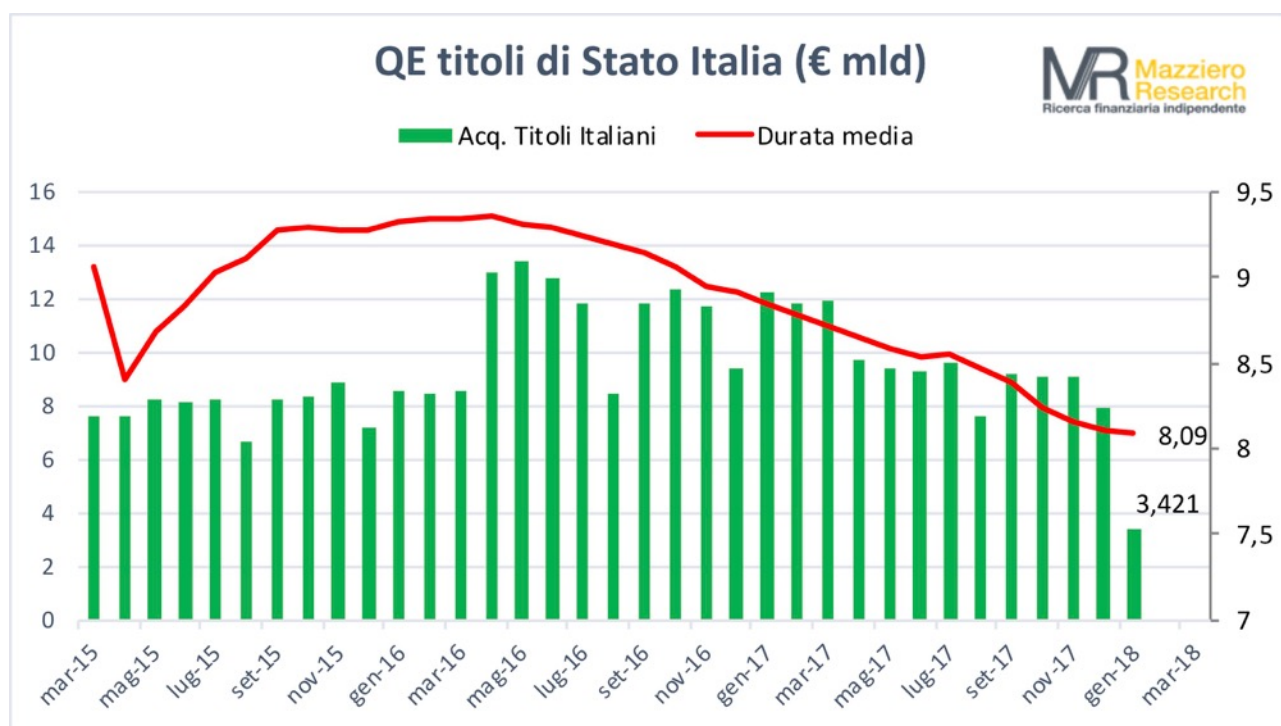


Figura 10: Acquisti di titoli di Stato dal QE della BCE e durata media dei titoli (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

Aggiornamento a fine gennaio 2018

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: **330 miliardi.**
- Proiezione a fine settembre 2018: acquisti per **361 miliardi, 19% del circolante.**
- Durata media finanziaria: **8,09 anni**, in calo dai massimi di 9,36 ad aprile 2016.
- In gennaio gli acquisti di titoli di Stato italiani sono stati pari a **3,421 miliardi**
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: **1.909,668 miliardi.**

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	30.211		24%
Riserve verso FMI	2.120		2%
Diritti speciali prelievo	6.273		5%
Oro	85.037		68%
Altre attività di riserva	922		
Totale Riserve		124.563	100%
Altre attività in valuta estera	-		

Tabella 13: Riserve Banca d'Italia a gennaio 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Le riserve ufficiali a gennaio 2018 ammontano a 124,6 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a ottobre 2017, riportata nel precedente Osservatorio, è pari a -3,5 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 68% delle riserve totali.

L'analisi

Cala il valore delle riserve ufficiali

Rispetto al monitoraggio dell'ultimo Osservatorio, che fotografava il livello delle riserve ufficiali della Banca D'Italia a ottobre, siamo in presenza a gennaio di un calo di 3,5 miliardi. La consistenza è ora di 124,6 miliardi di euro (**Tabella 13**) e la variazione è da imputare per circa 2 miliardi a una diminuzione delle riserve estere e per circa 1,5 miliardi al valore delle riserve in oro.

Come possiamo osservare dalla **Figura 11**, l'andamento dell'oro espresso in dollari (in rosso) e in euro (in blu) sta divergendo a causa dell'indebolimento del dollaro. Ne consegue che l'apprezzamento dell'oro da ottobre a questa parte si è in realtà tradotto in un calo del valore una volta tradotto in euro.



Figura 11: 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			1.597.400	2.256.061			1,50%
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)	1.731.317	25.586		2.264.562	2,00%	130,80%	1,50%
Anno 2019 (st.UE)	1.752.092	20.776		2.277.720	2,40%	130,00%	1,20%
Anno 2017 (st.FMI)	1.703.457	22.934		2.265.993	2,70%	133,00%	1,60%
Anno 2018 (st.FMI)	1.741.749	38.292		2.289.030	2,30%	131,40%	1,40%
Anno 2019 (st.FMI)	1.782.028	40.279		2.294.369	2,00%	128,70%	1,10%
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 14: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2017, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

I fatti

- Nel 4° trim. 2017 il PIL è cresciuto dello 0,3% rispetto al trimestre precedente.
- Nel 2017 il PIL è cresciuto dell'1,5%.
- Il PIL resta del 5,4% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2018 è +0,5%.
- La produzione industriale nel 4° trimestre 2017 è salita del 2,5% rispetto al trimestre precedente.
- La produzione industriale nel 2017 è salita del 3,9%.

L'analisi

Deludente il PIL del IV trimestre

Il progresso del PIL nel IV trimestre è stato dello 0,3% (**Tabella 15**), un dato deludente e inaspettato che porta la crescita annuale a uno striminzito 1,5%. Chi vede il bicchiere mezzo pieno potrà esultare ugualmente, visto che è il miglior risultato dal 2011 e se lo confrontiamo con la crescita del 2015 e 2016 otteniamo un progresso del 50%. Ma se consideriamo questo risultato con ciò che accade in giro per l'Europa il dato non è per nulla confortante.

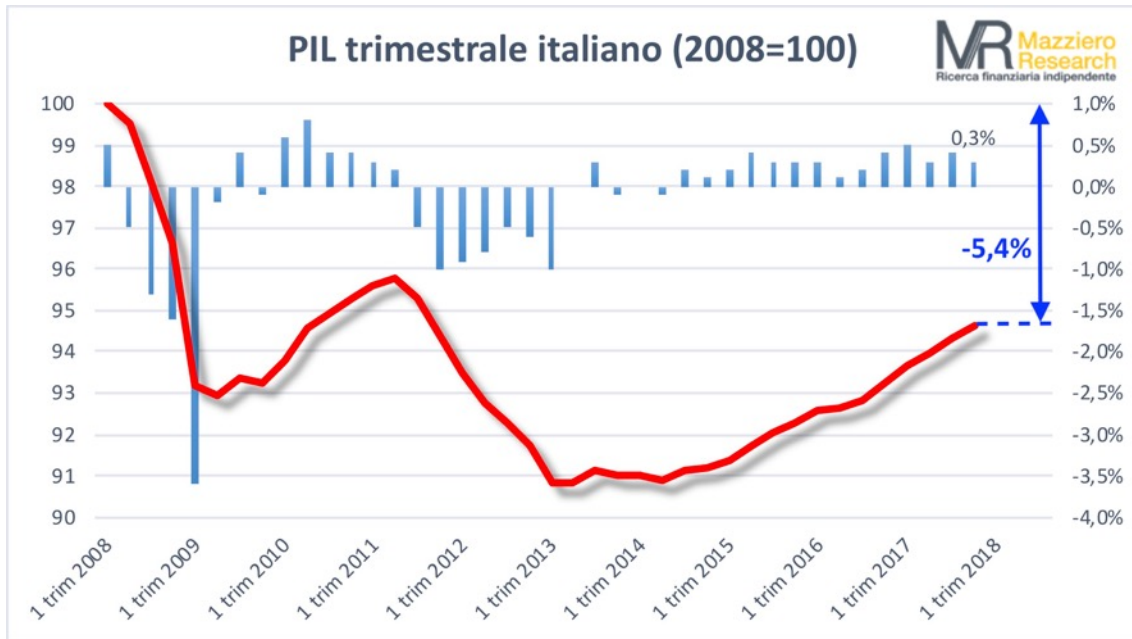


Figura 12: Andamento trimestrale del PIL dal 2008 al 4 Trim. 2018 (Elaborazione su dati Istat)

Il confronto ci penalizza

Il confronto con una manciata di altri paesi ci fa percepire meglio la pochezza del dato italiano (**Tabella 16**): Francia, Germania e Stati Uniti presentano un progresso doppio del nostro (+0,6%), ottima la Spagna con un +0,7%, mentre si difende bene il Regno Unito, dato per spacciato dalla Brexit, che mostra una crescita dello 0,5% nel IV trimestre.

Sarà battaglia sui decimali

Dobbiamo comunque tenere presente che siamo di fronte a una stima preliminare e con decimali che già ora oscillano allegramente: infatti, il dato grezzo mostrerebbe un PIL annuale dell'1,4%, corretto per gli effetti del calendario otteniamo un +1,5% e se, invece, raffrontiamo il progresso sul IV trimestre 2016 raggiungiamo il +1,6%. È abbastanza probabile, quindi, che il dato definitivo sarà differente e forse potremo agguantare l'1,6%.

Riduciamo la nostra stima di crescita nel 2018 dall'1,7% all'1,6%

Cautelativamente riduciamo, per il momento, la nostra stima di progresso per l'anno in corso all'1,6%, che potrà comunque essere raggiunta solo nel caso di un buon I trimestre.

Anni	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.
2005	-0,1%	0,6%	0,4%	0,3%
2006	0,6%	0,6%	0,4%	1,0%
2007	0,1%	0,1%	0,4%	-0,5%
2008	0,5%	-0,5%	-1,3%	-1,6%
2009	-3,6%	-0,2%	0,4%	-0,1%
2010	0,6%	0,8%	0,4%	0,4%
2011	0,3%	0,2%	-0,5%	-1,0%
2012	-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%	0,4%	0,3%

Tabella 15: PIL trimestrale dal 2005 al 4 Trim. 2017 (Elaborazione su dati Istat)

PIL trimestrale	4 trim 2017
Francia	0,60%
Germania	0,60%
Italia	0,30%
Regno Unito	0,50%
Spagna	0,70%
Stati Uniti	0,60%

Tabella 16: Confronto PIL trimestrale con altri paesi (Elaborazione su dati Eurostat)

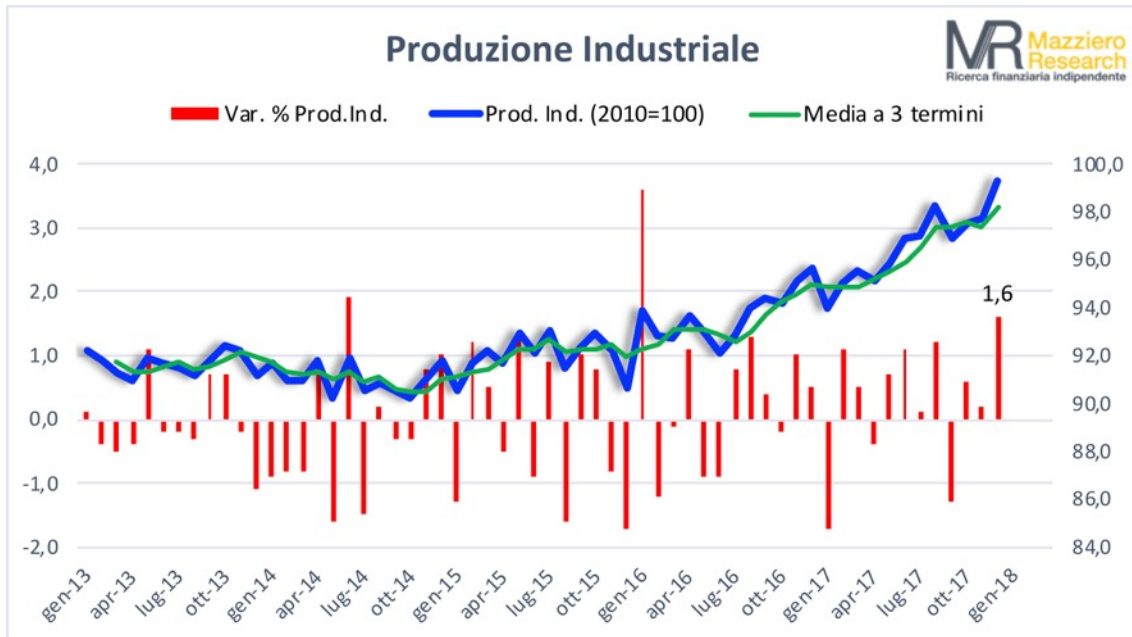


Figura 13: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a dic. 2017
(Elaborazione su dati Istat)

Accelera la produzione industriale a dicembre

Buona la produzione industriale, che ha ormai imboccato un solido percorso di crescita, lo si vede chiaramente dall'inclinazione della media a tre termini della **Figura 13**. Il progresso di dicembre del +1,6% sul mese precedente fa ben sperare in un positivo trascinamento sul PIL del primo trimestre del 2018.

Le sofferenze continuano a scendere

Continuano i progressi anche sul lato delle sofferenze bancarie (**Figura 14**), diminuite ulteriormente a dicembre e portatisi al di sotto dei 170 miliardi. Indirettamente questo è il risultato delle progressive cessioni e del diminuito ritmo di formazione degli incagli.

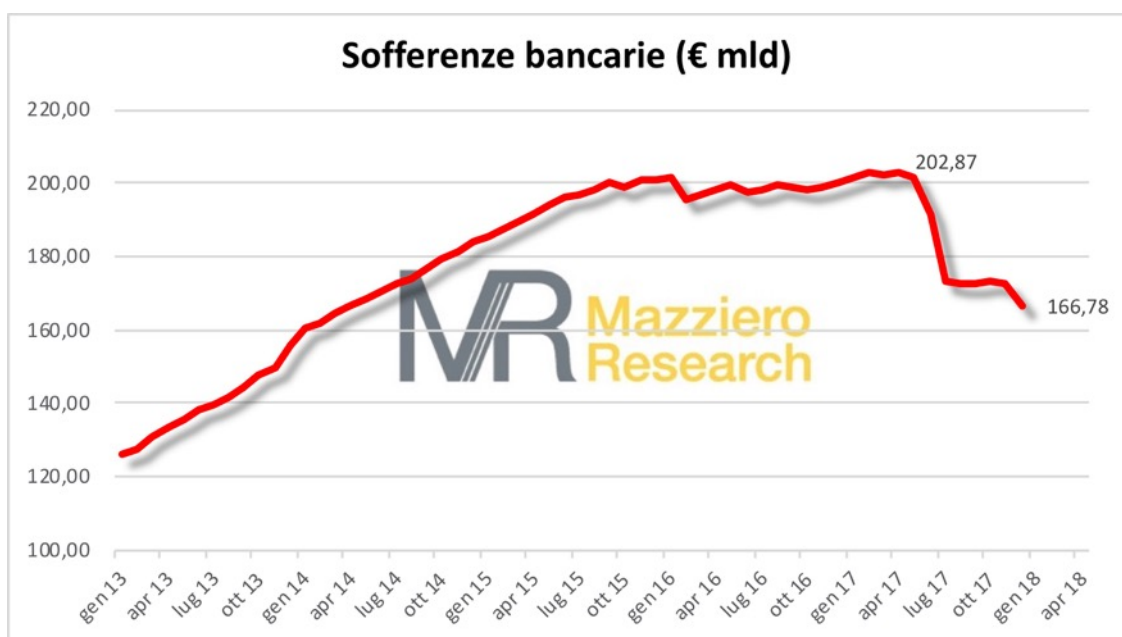


Figura 14: Sofferenze bancarie da gennaio 2013 a dicembre 2017
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

In sintesi: non tutto va così male, ma occorre tenere alta la guardia

Dobbiamo quindi concludere che i progressi ci sono, ma l'Italia resta un malato in convalescenza, con progressi e arretramenti a macchia di leopardo. Questo significa una sola cosa: che occorre tenere alta la guardia e non vi sono spazi per distrazioni, in quanto la salita è dura e lo scivolamento è sempre in agguato. Il dibattito pre-elettorale di questi tempi sembra proprio non tenerne conto e questo, forse, è il problema più grande.

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

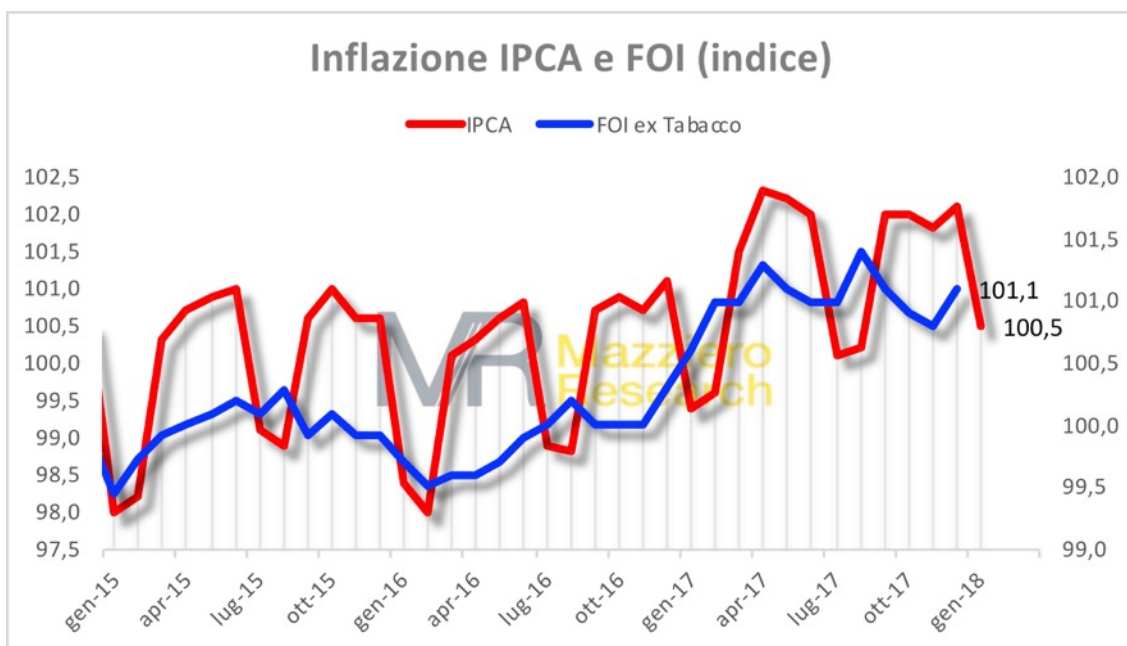


Figura 17: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2015 a gennaio 2018 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso di inflazione annua IPCA a gennaio è pari al +1,1%.
- Il tasso di inflazione annua FOI a dicembre è pari al +0,8%.
- Il tasso di inflazione annua NIC a gennaio è pari al +0,8%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2018 è pari al +0,3%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 100,5.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 101,1.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 101,4.

L'analisi

Inflazione ancora contenuta

Non possiamo parlare di inflazione, che resta alquanto sottotono e quasi impercettibile, lo vediamo bene nella **Figura 17** per gli indici IPCA e FOI e nella **Figura 18** per l'indice NIC:

- IPCA: in contrazione per i saldi invernali, non contemplati negli altri indicatori.
- FOI: in moderata ripresa nel mese di dicembre.
- NIC: in una tendenza discendente.

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 l'indice è una risultante di numerosi beni

L'indice generale, tuttavia, è l'espressione sintetica di una serie innumerevole di variazioni, con pesi e influenze differenti. Un modo per cercare di percepire meglio l'inflazione è quello di "spacchettare" l'indice in prodotti per frequenza di acquisto.

Come avevamo già riportato nel precedente Osservatorio, i prodotti ad alta frequenza di acquisto (che comprendono alimentari, carburanti, beni non durevoli e pesano per il 40% nell'indice) presentano già un'inflazione superiore al paniere principale e, come si può notare dalla **Figura 19**, tendono poi a trascinare anche i prodotti a media e bassa frequenza di acquisto. Questo ci fa pensare che l'inflazione non sia in contrazione, malgrado la forza dell'euro, ma che possa aumentare nel corso del 2018.

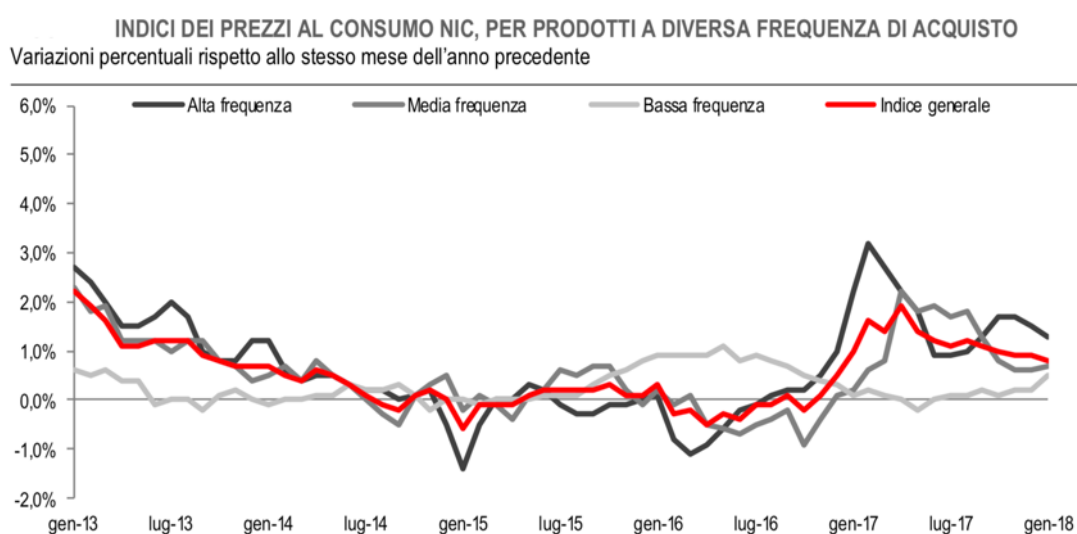
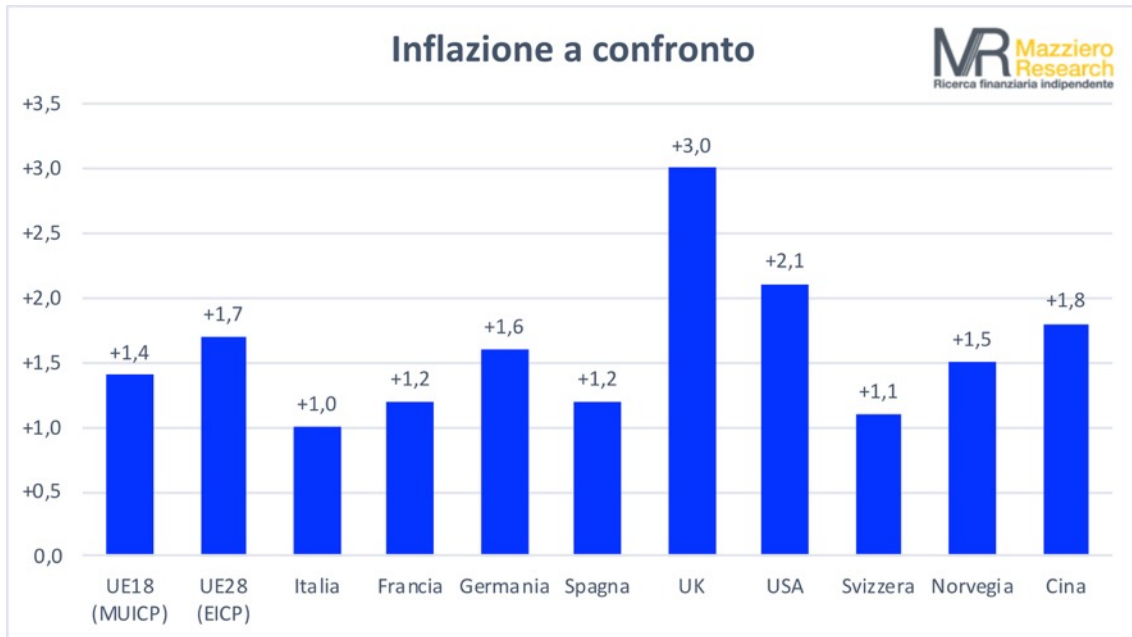


Figura 19: Indici dei prezzi al consumo NIC per frequenza di spesa
(Fonte Istat)



*Figura 20: Inflazione nei vari Paesi a dicembre 2017
(Elaborazione su dati Eurostat)*

2018: cambia il paniere di rilevazione

Come tutti gli anni l'Istat ha provveduto a cambiare i prodotti che compongono l'indice su cui si calcola l'inflazione. Nel 2018 entrano nel paniere cinque nuovi prodotti: *l'Avocado, il Mango, i Vini liquorosi, la Lavasciuga e il Robot aspirapolvere*; mentre escono dal paniere *la Telefonia pubblica, il Canone Rai e il Lettore Mp4*.

Nel mondo l'inflazione corre già

Nella **Figura 20** si può osservare il confronto del valore di inflazione annuo per diversi paesi; complice la debolezza della sterlina, il Regno Unito segna un +3%, mentre gli Stati Uniti si trovano oltre il 2%, per un dollaro debole, ma è la Germania che si sta surriscaldando e presto potrebbe far sentire la pressione sulla BCE per un rialzo dei tassi se non addirittura per un ulteriore ridimensionamento del Quantitative Easing.

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 21: Disoccupazione in Italia da gennaio 2015 a dicembre 2017
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 10,8% a dicembre 2017; minimo da settembre 2012.
32,2% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; minimo da dicembre 2011.
- Tasso di occupazione: 58,0% della popolazione tra 15 e 64 anni;
- Tasso di inattività: 34,8% della popolazione tra 15 e 64 anni;
- Tasso di mancata occupazione: 20,3% nel 3 trim.2017;
record storico 23,7% nel 1 trim.2015;
- Cassa integrazione: da gennaio a dicembre 2017 autorizzate 354 milioni di ore;
nello stesso periodo 2016 furono autorizzate 582 milioni di ore.

L'analisi

Disoccupazione in lieve diminuzione, ma aumenta il tasso di inattività.

La **disoccupazione** (linea rossa, **Figura 21**), scende al di sotto dell'11% un valore che non si vedeva dal settembre 2012, tuttavia aumenta il **tasso di inattività** (linea blu, **Figura 22**) che torna al 34,8%, valore segnato nel maggio 2017. Si evince pertanto che una quota della diminuzione della disoccupazione è spiegabile con la cessazione della ricerca da parte dei lavoratori, idonei all'impiego, che preferiscono non intraprendere alcuna attività. Sarebbe utile conoscere meglio questo fenomeno, ma certo è il risultato di una serie di concause tra cui impieghi non adeguatamente remunerati rispetto al costo opportunità da sostenere per svolgere un'attività lavorativa.

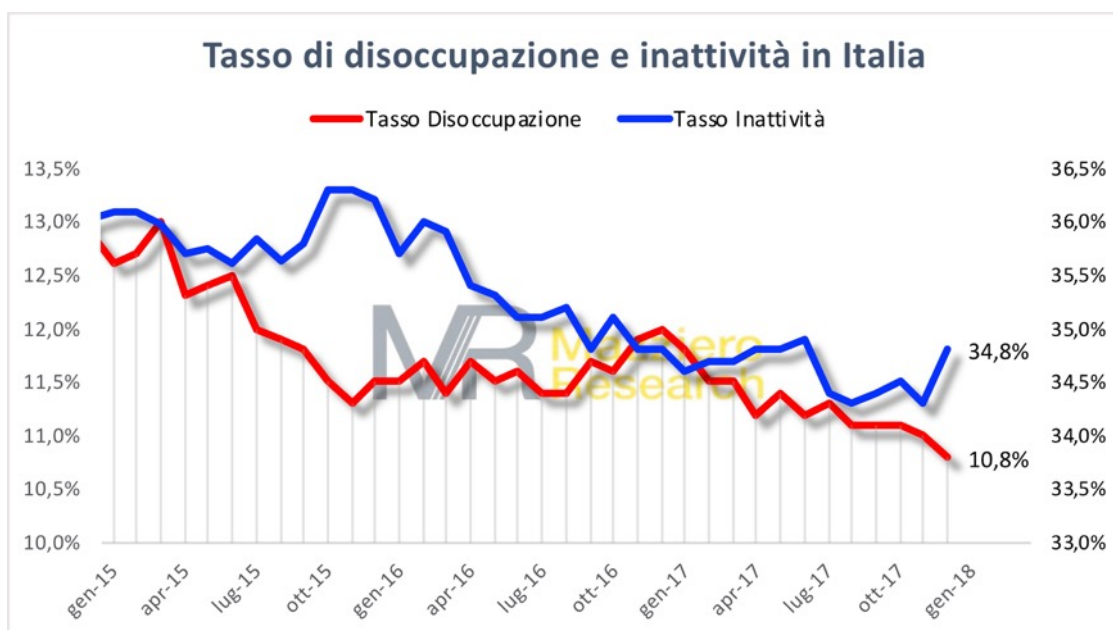


Figura 22: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2015 a dicembre 2017 (Elaborazione su dati Istat)

Torna a salire il tasso di mancata occupazione

Ed è così che scopriamo che il **tasso di mancata occupazione (Figura 23)**, quella misura che comprende anche quanti pur essendo disponibili a lavorare non lo cercano, torna a salire nel terzo trimestre del 2017. Ancora troppo presto stabilire se si tratti del fisiologico rimbalzo di un trend discendente pluriennale o piuttosto l'inizio di un nuovo ciclo di risalita. Resta il fatto che nel mese di dicembre 2017, rispetto al mese precedente, gli occupati effettivi sono diminuiti di 66 mila unità, i disoccupati sono diminuiti di 47 mila unità e gli inattivi sono aumentati di 112 mila.

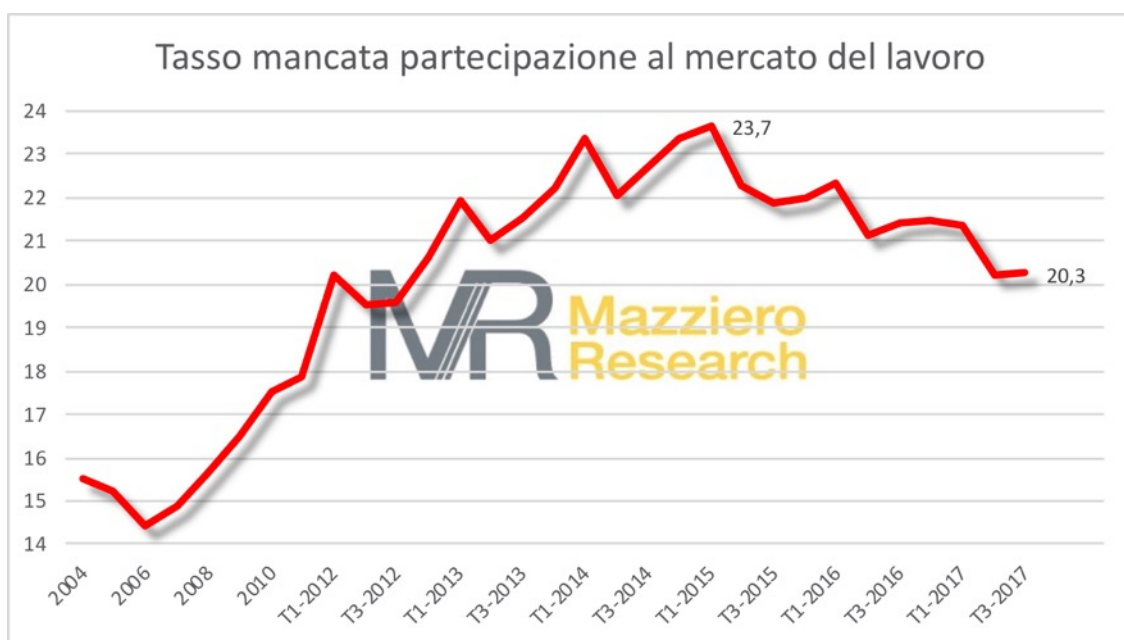


Figura 23: Tasso di mancata occupazione dal 2004 al 3 trim 2017 (Elaborazione su dati: Istat)

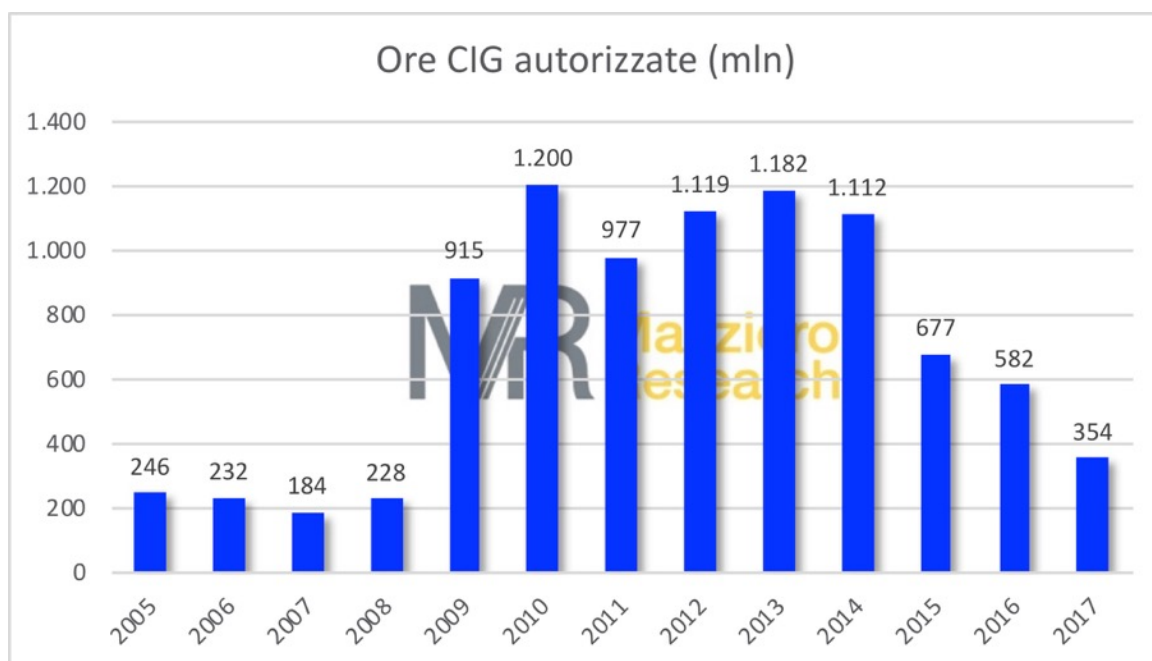


Figura 24: Ore di cassa integrazione annue autorizzate dal 2005 al 2017
(Elaborazione su dati Inps)

Forte calo della disoccupazione giovanile, accompagnato da un aumento dell'inattività

Dato apparentemente confortante quello dell'impiego giovanile; la forte disoccupazione che, negli anni scorsi, ha interessato i giovani tra i 15 e i 24 anni si sta riducendo con un tasso superiore a quello della disoccupazione generale.

La tendenza si scorge in modo evidente osservando la linea blu della **Figura 21**, con un valore che si avvicina al 30%, quando solo due anni e mezzo fa viaggiava a un livello ben superiore al 40%.

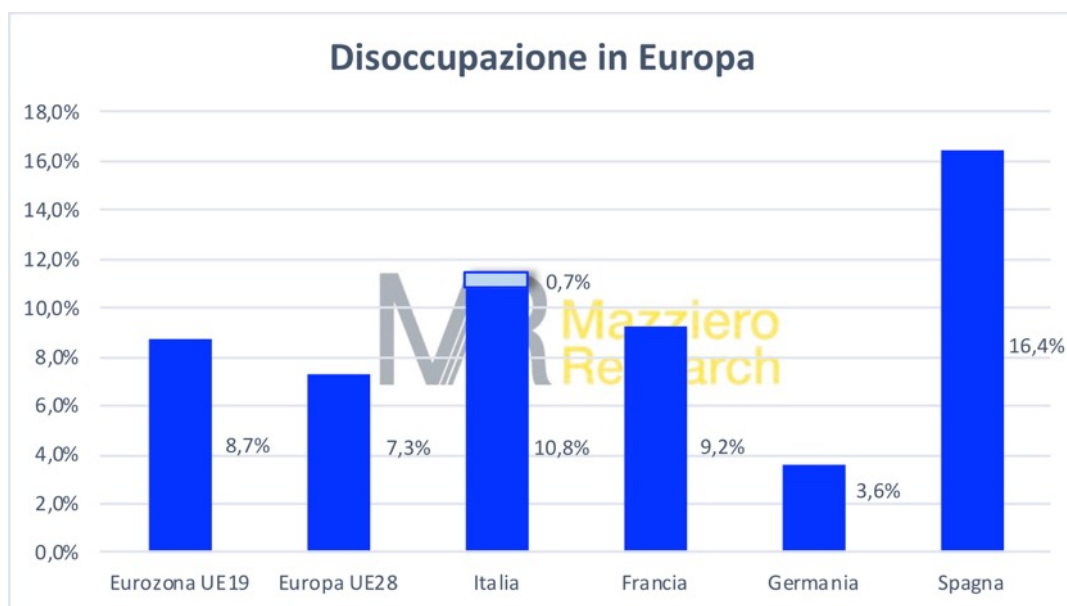
Anche in questo caso, però, ci troviamo fronte a dati che contrastano con una visione rosea del mondo del lavoro. Nell'ultimo anno i giovani occupati fra i 15 e 24 anni sono aumentati di 42 mila unità, ma gli inattivi sono aumentati di 75 mila unità, quasi il doppio.

Sempre meno il ricorso alla Cassa Integrazione

Nella **Figura 24** si nota come il ricorso alla Cassa Integrazione sia in costante contrazione: nel 2017 le ore autorizzate sono state 354 milioni, contro le 582 milioni di ore dell'anno precedente.

Il tasso di diminuzione tra 2016 e 2017 è stato del 39%, molto superiore al 14% dell'anno precedente e di pari misura a quello che vi fu tra il 2014 e il 2015.

Occorre comunque aggiungere che non siamo ancora arrivati al numero di ore di Cassa Integrazione pre-crisi: nel 2008, infatti, le ore autorizzate furono 228 milioni, mentre nel 2007 segnarono un minimo a 184 milioni.



*Figura 25: Disoccupazione in Europa a dicembre 2017
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Germania in piena occupazione

La **Figura 25** mostra un confronto della disoccupazione nell'Unione Europea, l'Eurozona segna un dato superiore di un punto e mezzo rispetto all'Unione a 28, segno che ancora l'area della moneta unica resta indietro rispetto alle dinamiche del lavoro comunitarie. L'eccezione continua ad essere la Germania, in una condizione di piena occupazione e scarsità di reperimento di alcune figure professionali. Poco superiore alla media la Francia, mentre il nostro Paese, pur con un dato in contrazione, ancora svetta insieme alla Spagna. La quota di Cassa Integrazione in Italia, non pesa più come negli anni passati, rappresentando solo un 0,7% aggiuntivo al dato di 10,8% della disoccupazione generale.

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

La Banca Centrale Europea: “Fai ciò che dico, non ciò che faccio”

(Il commento)
di Andrew Lawford, CFA

A dieci anni dallo scoppio della crisi bancaria in Europa, ci troviamo davanti ad un meccanismo di vigilanza che è sempre più centrato sulla BCE; a partire dal 2014 la banca centrale si è presa carico direttamente dei poteri di vigilanza sulle grandi banche della zona Euro, ovvero 119 banche che insieme controllano più dell'80% degli attivi detenuti dalle banche europee. Si è già avuta l'occasione di vedere la nuova BCE in azione: la vendita guidata di Banco Popular in Spagna a Banco Santander, nel mese di giugno 2017, è stato un esempio del tipo di intervento che ci si può aspettare da parte della BCE. Sempre di più, a quanto pare, gli interventi saranno precoci, con l'idea che, una volta individuata una situazione precaria, è meglio per il mercato cercare una soluzione il prima possibile.

Nel nostro recente libro, *La Crisi Economica e il Macigno del Debito* (Hoepli 2018), abbiamo riscontrato alcuni fatti piuttosto preoccupanti nell'intervento guidato dalla BCE. In particolare, le autorità hanno rilasciato una dichiarazione di imminente dissesto appena 24 ore prima dell'acquisizione, per la cifra simbolica di 1 euro, da parte della concorrente Santander. Il salvataggio ha comportato la svalutazione per intero del capitale sociale, oltre a 2 miliardi di euro, che corrispondeva all'ammontare esatto delle obbligazioni subordinate emesse dalla banca spagnola. Il messaggio è piuttosto chiaro: la BCE decide il tutto in segreto, o insieme ai partner scelti per risolvere la

situazione (Santander, nel caso citato); il mercato scoprirà i dettagli dopo che l'affare è stato fatto.

Il problema di quanto illustrato sopra è che aumenta notevolmente l'intervento delle autorità e nega alla banca in questione la possibilità di organizzare uno dei classici rimedi alle difficoltà finanziarie, ovvero, l'aumento di capitale. Infatti, tutte le "soluzioni" guidate possono essere criticate proprio perché non dovrebbe essere la BCE ad intervenire nelle faccende delle società private. La "risoluzione" bancaria può rendersi necessaria per evitare i fallimenti alla Lehman Brothers, ma dovrebbe essere un processo snello e trasparente che si impiega esclusivamente nei casi in cui il mercato privato non riesca a trovare una soluzione in modo indipendente.

Ovviamente fin qui si tratta di opinioni dell'autore, che possono essere più o meno condivisibili, soprattutto considerando il fatto che si sta criticando l'impostazione di una delle istituzioni più importanti dell'economia europea. Tuttavia, un'opinione molto autorevole si è aggiunta a questo tema dopo la recente pubblicazione dell'attività della Corte dei conti europea nell'esaminare "l'efficienza operativa della gestione della BCE in relazione a un compito specifico di vigilanza: la gestione delle crisi." Quando un ente che possiede il potere quasi indiscusso della BCE viene messo sotto la lente, è molto interessante vedere che cosa ne viene fuori. Alcuni dei passaggi più interessanti del report della Corte vengono di seguito riportati:

"Per la valutazione dei piani di risanamento delle banche la BCE dispone di un valido processo. [...] i risultati delle valutazioni relative ai piani di risanamento non sono utilizzati in modo sistematico per l'individuazione delle crisi e la risposta alle stesse. La Corte peraltro non può trarre conclusioni sull'efficienza operativa della gestione di tale processo nella pratica a causa della mancata trasmissione di elementi probatori da parte della BCE."

Quindi, il processo c'è, ma non viene utilizzato in maniera sistematica. Inoltre, e molto più preoccupante, la BCE si è rifiutata di fornire alcuni elementi utili alla Corte, un fatto che viene specificato di seguito:

“La BCE si è rifiutata di fornire elementi probatori importanti chiesti dalla Corte per svolgere l’audit, circostanza che ha avuto ripercussioni negative sull’attività di audit. Ne consegue che le osservazioni e le conclusioni della Corte sono provvisorie. La Corte può giungere a conclusioni generali in merito all’impostazione dei processi della BCE, ma non è in grado di confermare l’efficienza operativa della BCE nella gestione delle crisi nella pratica.”

Bisogna domandarsi se un’istituzione è diventata troppo potente quando non si sente di dover rispondere a chi ha il compito di controllare il suo operato. Per rendere chiaro come si è svolto il controllo, la Corte dei conti ha pubblicato anche le specifiche di ciò che è stato richiesto e ciò che è stato fornito. Ad esempio, per quanto riguarda il campionamento delle banche in crisi:

<i>Cosa ha chiesto la Corte:</i>	<i>Cosa ha trasmesso la BCE:</i>
<i>Pieno accesso ai fascicoli di vigilanza (ad esempio note, valutazioni, atti operativi, progetti di decisione e decisioni finali, comunicazione/consultazione con i portatori d’interesse interni ed esterni, ordini del giorno e processi verbali) per 5 banche in diversi livelli di crisi, selezionate su base casuale per coprire tutte le fasi del processo di gestione delle crisi da parte della BCE.</i>	<i>Una selezione limitata di documenti su 3 banche, ciascuna riguardante una sola fase della gestione delle crisi da parte della BCE e non ordinata cronologicamente. I documenti avevano ampi omissis (erano occultate le date, i dati di vigilanza maggiormente pertinenti, gli autori, gli indirizzi e le parti relative alle motivazioni).</i>

Considerando che un sistema bancario si fonda sulla fiducia da parte del pubblico, sarebbe giusto, secondo l’autore, che questa fiducia fosse meritata anche nei confronti di chi ha il compito di vigilare sul settore. Un atteggiamento poco trasparente, per non dire prepotente, da parte della BCE non aiuta in questo senso. La BCE ha risposto alle considerazioni della Corte dei conti, in sostanza affermando che ha fatto ciò che doveva fare, perché la Corte non aveva la facoltà di ricevere fascicoli completi e doveva limitarsi a considerazioni sulla natura dei processi. Certamente una risposta di questo genere, che si basa su considerazione tecniche che riguardano il limite del mandato dei propri revisori rafforza l’impressione che la BCE crede di disporre di un potere pressoché incontrollato.

È piuttosto interessante considerare tutti i risvolti della prossima osservazione della Corte dei conti:

“La valutazione dei piani di risanamento e l'accertamento delle situazioni di crisi rappresentano decisioni delicate che vanno basate su un processo solido. Lo stesso dicasi per l'utilizzo dei poteri di vigilanza discrezionali, in quanto le misure devono essere concepite per affrontare il problema in modo mirato e proporzionato. Una sfida cruciale consiste nel definire criteri che consentano la parità di trattamento per banche con modelli societari diversi in mercati differenti sottoposti alla vigilanza di gruppi di esperti con diverse esperienze in materia di vigilanza.”

Non si può che essere d'accordo con queste affermazioni, ma ciò che viene in mente è che la sfida delineata nell'ultima frase potrebbe essere fin troppo grande. La disparità di trattamento di certe banche rispetto ad altre durante gli ultimi anni fa pensare che le differenze di approccio a livello nazionale continueranno a contare moltissimo e ad offuscare un meccanismo unico a livello europeo.

Bibliografia:

Corte dei Conti Europea; Relazione speciale: L'efficienza operativa nella gestione delle crisi bancarie da parte della BCE; gennaio 2018

L'impatto economico della distribuzione del Valore aggiunto

*(Note economiche)
di Gabriele Serafini*

1. Introduzione.

I dati *aggregati* su occupazione e redditi, in Italia, sono migliorati negli ultimi periodi e la battaglia spesso combattuta da quanti fanno leva politicamente su risultati negativi per cercare di avere voce in capitolo, tende a rimanere senza dati *aggregati* cui affidarsi. D'altro canto, questo miglioramento in atto ha portato con sé anche una differenziazione delle situazioni *particolari*, cui spesso si riferiscono proprio coloro i quali in aggregato non riescono a trovare dati chiaramente negativi.

Il punto è che i dati aggregati sono elementi statistici che necessariamente sintetizzano elementi di dettaglio e quindi se, da un lato, per questo motivo permettono di cogliere in pochi numeri enormi questioni, dall'altro, mediante la sintesi necessariamente fanno perdere di ricchezza le analisi da svolgere per il loro tramite. Ecco perché i dati, quindi, sono spesso oggetto di critiche da parte dei portatori di rivendicazioni *particolari*, che però, in quanto tali, in un sistema democratico tendono ad essere ignorate perché numericamente meno rilevanti.

Questo contrasto fra i dati aggregati e i dati particolari, a nostro avviso, nulla toglie alla necessità di osservare i dati aggregati secondo un *fine*, in quanto ogni osservazione è carica di teoria,¹ e le pagine di questo intervento sono allora dedicate alla illustrazione dei dati aggregati dei redditi italiani, in modo tale, però, che il loro utilizzo sia strumentale ad una comprensione di alcuni

¹ Che i dati siano osservati a seconda della teoria propria dell'osservatore costituisce una concezione ormai fatta propria da pressoché tutta le scienze, sia dure che sociali. Cfr.: Boniolo G., Vidali P., *Introduzione alla filosofia della scienza*, Milano, Mondadori, 2003; Gillies D., Giorello G., *La filosofia della scienza nel xx secolo*, Bari, Laterza, 1995.

elementi caratteristici del nostro sistema economico. Non si tratta cioè di rivendicare nessuna appartenenza alla schiera di coloro i quali osservano il dato *generale positivo* oppure il dato *particolare negativo* bensì di utilizzarlo avendo chiaro che cosa si vuole significare con essi.

Considerando corretti i dati pubblicati in particolare dall'ISTAT,² mettiamo quindi a raffronto i redditi riclassificati secondo la *posizione* lavorativa ricoperta da coloro i quali partecipano al processo produttivo. Le variazioni relative dei redditi negli ultimi anni, ci permettono di cogliere, sempre per il tramite di un dato aggregato, come stia variando la *quota del reddito* totale prodotto che va ai *lavoratori dipendenti*, rispetto a quella che va agli *imprenditori* ed ai *lavoratori autonomi*. Questo raffronto, a nostro avviso, serve a misurare il reddito in una modalità *coerente* col ruolo rivestito nel sistema produttivo.

2. I redditi e le quote sul Valore aggiunto.

La variabile aggregata che ci indica i redditi prodotti in un arco di tempo, è il *Valore aggiunto*. Questo è dato semplicemente dalla sommatoria dei redditi conseguiti dai fattori della produzione, e quindi non indica un valore *aggiuntivo* della ricchezza prodotta rispetto al periodo precedente. Esso misura invece solamente il flusso di ricchezza prodotta di cui ciascuna tipologia di partecipante al processo produttivo si appropria. I *redditi* dei fattori e le *unità di lavoro* impiegate per produrre dal 2006 al 2016 in Italia, sono riportati nella Tabella 1.

Tabella 1: VA; Redditi e unità di Lavoro

<i>Valori a Prezzi costanti (2015)</i>	2006	2007	2008	2009	2010	
Valore Aggiunto	1.324.780,34	1.382.876,39	1.408.984,36	1.367.681,24	1.390.362,61	
di cui: Redditi dei lavoratori dipendenti	608.863,90	632.656,40	657.235,20	649.423,20	658.426,90	
di cui: Risultato di gestione e Reddito Misto	670.512,44	701.824,99	709.546,66	682.655,04	693.846,73	
Unità di Lavoro (Mgl)	25.045	25.173	24.793	24.230	24.168	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	1.413.451,42	1.402.117,58	1.399.290,80	1.457.859,20	1.485.086,40	1.508.665,80
	669.857,80	669.047,91	665.856,80	639.257,30	652.799,20	669.704,10
	704.535,72	752.344,10	758.495,80	768.048,70	780.174,10	801.441,40
	24.066	23.591	23.212	23.370	23.538	23.853

² I dati delle successive tabelle sono stati estratti il 12 e 13 febbraio 2018 dalla banca dati dell'ISTAT al seguente indirizzo: <http://dati.istat.it/>.

Le variazioni annuali e la variazione decennale sono riportate nella successiva Tabella 2, nella quale è evidente, come dicevamo, il miglioramento generale del Valore aggiunto (+13,88%) e dei redditi percepiti (+9,99% quello dei lavoratori e + 19,53% quello degli altri prelettori); tutti calcolati al netto dell'inflazione.

Nella stessa tabella si riportano anche le variazioni percentuali delle Unità di lavoro,³ dalle quali si evince che l'aumento della produzione è avvenuto impiegando addirittura meno lavoro (-4,76%).

Tabella 2: Variazioni annue e variazione dell'ultimo decennio

<i>Variazioni annue</i>	2007	2008	2009	2010	2011	
Valore Aggiunto	4,39%	1,89%	-2,93%	1,66%	1,66%	
di cui: Redditi dei lavoratori dipendenti	3,91%	3,89%	-1,19%	1,39%	1,74%	
di cui: Risultato di Gestione e Reddito Misto	4,67%	1,10%	-3,79%	1,64%	1,54%	
Unità di Lavoro (Mgl)	0,51%	-1,51%	-2,27%	-0,26%	-0,42%	
	2012	2013	2014	2015	2016	2016/2006
	-0,80%	-0,20%	4,19%	1,87%	1,59%	13,88%
	-0,12%	-0,48%	-3,99%	2,12%	2,59%	9,99%
	6,79%	0,82%	1,26%	1,58%	2,73%	19,53%
	-1,97%	-1,61%	0,68%	0,72%	1,34%	-4,76%

Le variabili espresse per Unità di lavoro presentano, quindi, miglioramenti più grandi, che abbiamo riportato nella successiva Tabella 3 (ultima colonna).

Tabella 3: Variazioni dei redditi per Unità di lavoro

<i>Variazioni annue per Unità di Lavoro</i>	2007	2008	2009	2010	2011	
Valore Aggiunto	3,85%	3,45%	-0,68%	1,92%	2,09%	
di cui: Redditi dei lavoratori dipendenti	3,38%	5,48%	1,10%	1,65%	2,17%	
di cui: Risultato di Gestione e Reddito Misto	4,14%	2,65%	-1,56%	1,90%	1,97%	
	2012	2013	2014	2015	2016	2016/2006
	1,20%	1,43%	3,48%	1,14%	0,25%	19,57%
	1,89%	1,15%	-4,64%	1,39%	1,24%	15,49%
	8,94%	2,46%	0,57%	0,85%	1,37%	25,50%

La Tabella 4 indica invece alcuni *rapporti caratteristici* fra queste variabili. In essa è chiaramente identificabile (Tabella 4, prima riga) che il rapporto fra i redditi dei lavoratori dipendenti e quelli percepiti dagli altri partecipanti al

³ Come afferma l'ISTAT nei file dedicati ai dati sulle Unità di Lavoro: "Le unità di lavoro sono ottenute dalla somma delle posizioni lavorative a tempo pieno (al netto delle prestazioni lavorative a tempo ridotto dei lavoratori temporaneamente collocati in cassa integrazione guadagni) e dalle posizioni lavorative a tempo parziale (principali e secondarie) trasformate in unità equivalenti a tempo pieno tramite opportuni coefficienti che tengono conto delle ore effettivamente lavorate."

processo produttivo in Italia, è diminuito in dieci anni di quasi l'8%. Questo significa che anche a fronte di un aumento dei redditi reali percepiti dal complesso dei lavoratori (Tabella 2, seconda riga) - e quindi senza analizzare la distribuzione di questi redditi, ossia la differenza fra i redditi dei dirigenti e degli operai, ad esempio, oppure fra lavoratori pubblici e privati - presi in aggregato i redditi dei dipendenti, questi sono diminuiti rispetto ai redditi conseguiti dagli altri percipienti. Allo stesso modo, quindi, si è ridotta del 3,41% la quota dei redditi totali prodotti che (mediamente) è andata a remunerare ciascuna Unità di lavoro (Tabella 4, seconda riga), mentre la quota del Valore aggiunto percepita dalle altre categorie di partecipanti al processo produttivo è aumentata di quasi il 5% negli ultimi dieci anni (Tabella 4, ultima riga).

Tabella 4: Rapporti fra Redditi e Variazioni annuali e decennale

<i>Rapporti caratteristici</i>	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Reddito da Lavoro dipendente/Ris. di Gestione e Misto	0,90806	0,90144	0,92627	0,95132	0,94895	0,95078
Variazione annua del rapporto		-0,73%	2,75%	2,70%	-0,25%	0,19%
Reddito da Lavoro dipendente/Valore Aggiunto	45,96%	45,75%	46,65%	47,48%	47,36%	47,39%
Variazione annua del rapporto		-0,46%	1,96%	1,80%	-0,27%	0,07%
Risultato di Gestione e Misto/Valore Aggiunto	50,61%	50,75%	50,36%	49,91%	49,90%	49,85%
Variazione annua del rapporto		0,27%	-0,77%	-0,88%	-0,02%	-0,12%
	2012	2013	2014	2015	2016	2016/2006
	0,88928	0,87786	0,83231	0,83674	0,83562	
	-6,47%	-1,28%	-5,19%	0,53%	-0,13%	-7,98%
	47,72%	47,59%	43,85%	43,96%	44,39%	
	0,69%	-0,28%	-7,85%	0,25%	0,99%	-3,41%
	53,66%	54,21%	52,68%	52,53%	53,12%	
	7,65%	1,02%	-2,81%	-0,28%	1,12%	4,96%

Queste variazioni si cumulano con le variazioni dello stesso tipo intervenute anche nei decenni precedenti, che abbiamo pubblicato nel passato,⁴ e che hanno progressivamente ridotto la quota del Valore aggiunto attribuita ai lavoratori dipendenti dal 51,14%, del 1980, al 44,39% del 2016, con una riduzione complessiva maggiore del 13%.

⁴ Vedi: G. Serafini, *Corso di Statistica economica e finanziaria*, EIN Studi, Roma, 2012, Tabella III.14, p. 230.

3. Una interpretazione economica dei dati statistici.

Questi dati aggregati, come detto, non considerano le eventuali variazioni della concentrazione dei redditi all'interno di ciascuna categoria ma possono permetterci di avanzare alcune considerazioni in merito al ruolo rivestito da questa distribuzione all'interno di un determinato territorio.

Da un punto di vista economico, è meno frequente il passaggio da una qualifica di lavoratore dipendente ad una qualifica di imprenditore, mentre è più probabile crescere di qualifica e stipendio per ciascun lavoratore dipendente.⁵ Per questo motivo, la riduzione progressiva della quota del Valore aggiunto che va al lavoro dipendente, testimonia una generale riduzione delle possibilità economiche, di tutti i dipendenti, avversa alle probabilità di miglioramento individuale.

Ci riferiamo ai lavoratori dipendenti, in quanto essi costituiscono la maggior parte dei lavoratori; ci saremmo cioè potuti riferire agli altri lavoratori ma il fine rimane sempre l'illustrazione dell'ampliamento o della riduzione delle possibilità oggettive di modificare la propria condizione. Ridotta la quota del reddito che in generale percepiscono i lavoratori diventa cioè meno probabile poter essere uno di quei lavoratori in grado di migliorare. Non a causa di capacità personali, bensì per le possibilità oggettive che emergono dal sistema economico del quale si è parte. A questo si riferiscono molti cittadini italiani espatriati negli ultimi anni (124mila circa solo nel 2017) quando si trasferiscono all'estero iniziando a lavorare in posizioni lavorative non tanto migliori (se non addirittura peggiori) di quelle ricoperte in Italia. La possibilità di migliorare vale di più della posizione temporaneamente ricoperta. La comprensione di questo passaggio ha costituito uno degli elementi che nel 2002 ha fatto attribuire il Premio Nobel per l'Economia agli autori che hanno provato queste intenzioni con esperimenti di scelta in condizioni di incertezza.⁶ Gli individui cioè sono più sensibili alle *variazioni* di ricchezza che ai *livelli* di ricchezza; questo significa che è più soddisfacente un miglioramento che parte da una condizione peggiore, rispetto ad una situazione ferma ad un livello di

⁵ Questo, ovviamente, dipende anche dalle possibilità offerte dal territorio, dalle aziende dove si lavora. Ed anzi, proprio le possibilità offerte dal territorio sono strettamente connesse con le possibilità di miglioramento individuale.

⁶ Su questo Osservatorio abbiamo più volte citato Daniel Kahneman e Amos Tversky.

ricchezza superiore. Questa è la natura umana e del resto le migrazioni che stanno focalizzando l'attenzione di tanta parte dell'opinione pubblica in Europa ce lo ricordano, e acquisire questa concezione fra le proprie modalità di pensiero ci permetterebbe di comprendere qualcosa in più.

Con riferimento a quanto stiamo trattando, se la quota di Valore aggiunto intercettata dai lavoratori dipendenti diminuisce nel tempo, quindi, diminuiscono in senso oggettivo le possibilità individuali di migliorare la propria posizione, nonostante le proprie abilità. Ecco allora, in aggiunta, che se il dato aggregato cumulato dal 1980 al 2016, che misura la *variazione* della quota del reddito da lavoro dipendente *rispetto* alla quota del reddito percepito dagli imprenditori e lavoratori autonomi, è diminuita del 47,47%,⁷ già per questo si capisce la oggettiva difficoltà che può riscontrare la natura umana a esser parte di questa difficoltà oggettiva.

Questo dato indica che la quota di reddito percepito dai lavoratori rispetto a quello percepito dagli imprenditori e lavoratori autonomi è sensibilmente diminuita e con essa il numero di persone cui l'Italia può attingere per migliorare in quanto non dedicate a cercare di parare i colpi oggettivi che riceve il proprio reddito rispetto a quello degli altri. Questa difficoltà nel nostro territorio di riferimento, non ha nulla a che fare con le capacità individuali, se non nel senso di deprimere la possibilità di un impiego di questi individui per differenziare e sviluppare i propri ed altrui bisogni, il che costituisce l'essenza del progresso che ha sempre caratterizzato le intenzioni della specie umana. Se, infatti, una differenziazione dei redditi - il cosiddetto ventaglio salariale - permette di stimolare anche positivamente ciascuno verso, appunto, un miglioramento individuale, una riduzione complessiva delle possibilità della classe sociale di appartenenza deprime al contrario queste possibilità.

⁷ Cfr.: G. Serafini, *Corso di Statistica economica e finanziaria*, cit., Tabella A12, p. 261 - per i dati dal 1980 al 2006 (-39,26%) - cui si aggiunge la variazione riportata in Tabella 4 (-7,87%) - per i dati dal 2006 al 2016. Quest'ultimo dato (-7,87%), che non compare nella Tabella 4, è calcolato come sommatoria delle variazioni annuali riportate nella prima riga della stessa Tabella 4.

4. Conclusioni.

La riclassificazione dei dati aggregati per classe sociale non riguarda una partigiana rivendicazione egualitarista per i redditi percepiti, che perde socialmente di valore nella misura in cui incastra chi la sostiene in una determinazione politica circoscritta, e perché, come detto, rende quest'ultimo automaticamente portatore di istanze minoritarie e quindi democraticamente perdenti.

La separazione dei redditi per classi sociali di precettori, invece che per censo, permette in alternativa di illustrare la variazione della quota del Valore aggiunto appropriata dai diversi attori del sistema economico, intercorsa nei decenni passati fino ad oggi e permette di evidenziare, in accordo anche con la teoria economica, che le condizioni individuali non sono sufficienti per superare i limiti oggettivi del sistema economico nel quale si è inseriti.

Ciò implica che, oltre a risentirne gli individui ed alcune minoranze in particolare, una insoddisfazione generale rischia di cogliere il Paese, se non si comprende il significato del valore delle *variazioni* di ricchezza piuttosto che del suo livello *generale*, sicuramente superiore rispetto a decenni orsono.

Non si tratta cioè di sostenere rivendicazioni individuali o di minoranze - pur evidentemente sostenibili ma estranee a questo intervento - quanto invece di comprendere che una distribuzione del reddito per classi sociali così in continua concentrazione rischia di compromettere il funzionamento del sistema economico complessivo, oltre gli intenti e gli interessi individuali e delle minoranze quindi, in quanto la forza attrattiva delle posizioni ricoperte nel processo produttivo e riproduttivo sociale sono assai forti e contribuiscono a determinare non solo la vita individuale ma anche quella sociale ed economica complessiva di un territorio, almeno nei limiti di una interconnessione reale fra le persone che insistono su quel territorio stesso. Ad oggi abbiamo visto che la Globalizzazione di cui si parlava molto negli anni Novanta del secolo scorso, ha effettivamente prodotto un ridimensionamento delle distanze e quindi un aumento delle interconnessioni fra gli individui sempre meno indipendenti; volenti o nolenti che siano. E questo effetto rende sempre più vicini gli "altri" dai quali si è però sempre più separati in quanto a condizione di vita se a questa vicinanza materiale non corrisponde anche una

minore differenza nella variazione della ricchezza patrimoniale e reddituale. Non ci stiamo riferendo, cioè, neppure ai diritti sociali ma all'essenza dinamica della condizione degli individui che partecipano ad un sistema economico: se non vi partecipano in maniera simile, in termini di variazione delle grandezze e delle relazioni reciproche, tendono sempre più a comportarsi vicendevolmente da estranei ancorché fisicamente sempre più vicini, con tutte le difficoltà di gestione delle identità e dei riconoscimenti reciproci, che sempre più spesso infatti ricorrono fra i residenti in Europa, e che maldestramente sono ancora ricondotti a questioni morali e reprimende ideologiche da somministrare, invece che a elementi oggettivamente economici, sperimentati quotidianamente da ciascuno.

Conclusioni

L'Italia è una macchina meravigliosa, la cui energia non si trasmette in potenza alle ruote.

Una produzione industriale crescente e una bilancia commerciale estremamente positiva non si traduce in una crescita del PIL in linea con la media europea.

Una disoccupazione superiore al 10 per cento e giovanile superiore al 30 per cento, comprime la dinamica dei salari e fa languire i consumi.

Tuttavia, i prezzi salgono indotti da fattori esterni e da aumenti delle utenze domestiche, che nel contempo si traducono in occulti maggiori carichi fiscali.

L'abbellimento del debito di fine anno fornirà altri argomenti al racconto governativo, senza che il peggioramento del divario tra entrate e uscite entri nel radar della politica. Sicuramente non si parlerà di aumento del debito in termini assoluti su base annua, ma si preferirà narrare la sua discesa in rapporto al PIL.

Mario Draghi ha da tempo suonato la campanella dell'ultimo giro e quasi certamente a settembre termineranno gli acquisti della BCE, nel frattempo pochi badano al possibile impatto sulle nostre emissioni di titoli di Stato.

L'Italia sempre alle prese con campagne elettorali si avvia al voto, il Paese disegnato dai contendenti non ha alcun legame con quello attuale, ma i sogni svaniscono presto e gli asini che volano perdono le ali.

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 gennaio 2018

2.281 miliardi (in forte aumento)

Intervallo confidenza al 95%: **2.277 – 2.285 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 marzo 2018

La stima a giugno 2018

Compreso tra 2.306 e 2.330 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà agosto 2018

Spesa per Interessi

La stima a fine 2018

Spesa interessi titoli di Stato: **70 miliardi di euro,**

Dato finale annuale dopo le rettifiche: circa **68 miliardi di euro.**

Variazione PIL

La stima a fine 2018

Variazione PIL stimata: +1,6%

Acquisti BCE di titoli di Stato italiani

La stima a settembre 2018, termine provvisorio QE

Acquisti totali per **361 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 European Stability Mechanism at AAA, Stable Trend*, 2 febbraio 2018
DBRS, *DBRS Confirms European Financial Stability Facility at AAA, Stable Trend*, 2 febbraio 2018
DBRS, *DBRS Confirms Italy at BBB (high), Stable Trend*, 12 gennaio 2018
Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'B' from 'B-'; Outlook Positive*, 16 febbraio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Malta at 'A+'; Outlook Stable*, 9 febbraio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 9 febbraio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Finland at 'AA+'; Outlook Stable*, 9 febbraio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Sweden at 'AAA'; Outlook Stable*, 2 febbraio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Slovakia at 'A+'; Outlook Stable*, 2 febbraio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 26 gennaio 2018
Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 26 gennaio 2018
Fitch, *Fitch Upgrades Spain to 'A-'; Outlook Stable*, 19 gennaio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Denmark at 'AAA'; Outlook Stable*, 19 gennaio 2018
Fitch, *Fitch Upgrades Croatia to 'BB+'; Outlook Stable*, 12 gennaio 2018
Fitch, *Fitch Upgrades Ireland to 'A+'; Outlook Stable*, 15 dicembre 2017
Fitch, *Fitch Upgrades Portugal to 'BBB'; Outlook Stable*, 15 dicembre 2017
Fitch, *Fitch Affirms European Stability Mechanism & European Financial Stability Facility's Debt*, 8 dicembre 2017
Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA-'; Outlook Stable*, 1 dicembre 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

Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
 Inps, *Osservatorio sul precariato*
 Istat, *Annuario Statistico*
 Istat, *Commercio al dettaglio*
 Istat, *Conti Economici Nazionali*
 Istat, *Conti Economici Trimestrali*
 Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
 Istat, *Indicatori Demografici*
 Istat, *Il mercato del lavoro*
 Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*
 Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*
 Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*
 Istat, *Occupati e disoccupati*
 Istat, *Pil e indebitamento AP*
 Istat, *Prezzi al consumo*
 Istat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*
 Istat, *Produzione industriale*
 Istat, *Stima preliminare del Pil*
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Rapporto sul Debito Pubblico 2016*, Dipartimento del Tesoro
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Composizione dei Titoli di Stato*, Dipartimento del Tesoro
 Moody's, *Moody's affirms the Aa1 ratings of the European Stability Mechanism (ESM); stable outlook*, 9 febbraio 2018
 Moody's, *Moody's affirms the Aa1 ratings of the European Financial Stability Facility's (EFSF); stable outlook*, 9 febbraio 2018
 Moody's, *Moody's: Italy's public finance needs will likely dilute the implementation of parties' election pledges*, 9 febbraio 2018
 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
 Standard & Poor's, *Ratings On Slovakia Affirmed At 'A+/A-1'; Outlook Stable*, 26 gennaio 2018
 Standard & Poor's, *Long-Term Ratings On Greece Raised To 'B'; Outlook Positive*, 19 gennaio 2018
 Standard & Poor's, *Kingdom of Belgium 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 12 gennaio 2018
 Standard & Poor's, *Republic of Slovenia 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 15 dicembre 2017
 Standard & Poor's, *Republic of Estonia 'AA-/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 8 dicembre 2017
 Standard & Poor's, *Republic of Ireland Ratings Affirmed At 'A+/A-1'; Outlook Stable*, 1 dicembre 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

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Nota sulla congiuntura*, 26 gennaio 2018

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Una panoramica delle strategie di finanza pubblica nei DPB 2018 dei paesi dell'area dell'euro*, 24 gennaio 2018

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 Mazziero 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 Mazziero Research si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione. Autore di numerosi libri fra cui “Investire in materie prime” e “La crisi economica e il macigno del debito”, viene spesso invitato come esperto di mercati ed economia in convegni, seminari 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 ed è attualmente partner della Mazziero Research. È 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” e di “La crisi economica e il macigno del debito”.

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, 21 febbraio 2018



Dagli autori dell'Osservatorio un libro che ripercorre le cause della crisi, le sue fasi e le conseguenze negli anni che verranno.

La crisi economica e il macigno del debito – Ediz. Hoepli, febbraio 2018 – ISBN 9788820378844

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziero Research

<i>Italia 3 trim 2017: Pil, debito & Co.</i>	29 novembre 2017
<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 VIII, Numero 1; ISSN 2283-7035

Italia economia a fine 2017

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2018