

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2018

Italia 1 trim 2018 - Pil debito & Co

*Osservatorio trimestrale
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno VIII - Numero 2

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

Estratto / Abstract:

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

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

Sommario

| | |
|---|---------|
| Il barometro dell'economia italiana | Pag. 5 |
| Introduzione | Pag. 7 |
| I rating | Pag. 8 |
| <i>Per la cinese Dagong i BTP sono titoli spazzatura</i> | Pag. 10 |
| Il debito pubblico | Pag. 11 |
| <i>Stima evoluzione debito pubblico sino a dicembre 2018</i> | Pag. 12 |
| <i>I saldi del sistema Target 2</i> | Pag. 13 |
| <i>Speciale DEF: l'analisi di entrate e spese pubbliche</i> | Pag. 15 |
| Le entrate e le uscite | Pag. 20 |
| Lo stock di Titoli di Stato | Pag. 21 |
| <i>Stima spesa per interessi a fine 2018</i> | Pag. 23 |
| <i>Il portafoglio in derivati del Tesoro</i> | Pag. 25 |
| <i>Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?</i> | Pag. 26 |
| <i>Fuga dal BTP</i> | Pag. 27 |
| Le Riserve della Banca d'Italia | Pag. 28 |
| Il Prodotto Interno Lordo | Pag. 29 |
| <i>Stima PIL 2018</i> | Pag. 30 |
| L'inflazione | Pag. 34 |
| La disoccupazione | Pag. 37 |
| <i>Italia spaccata in tre in tema di occupazione</i> | Pag. 40 |
| <i>Cuneo fiscale: Italia al terzo posto fra i paesi Ocse</i> | Pag. 41 |
| Approfondimenti | |
| <i>Il commento di Andrew Lawford: Il racconto di due debitori</i> | Pag. 43 |
| <i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i> | |
| <i>Moltiplicatore e investimenti. L'ossimoro del keynesismo imprenditoriale</i> | Pag. 46 |
| Conclusioni | Pag. 51 |
| Sommario delle stime Mazziere Research | Pag. 53 |
| Bibliografia | Pag. 54 |

Gli autori di questo numero

Per l'Osservatorio:

Per gli Approfondimenti:

Maurizio Mazziere

Andrew Lawford

Gabriele Serafini

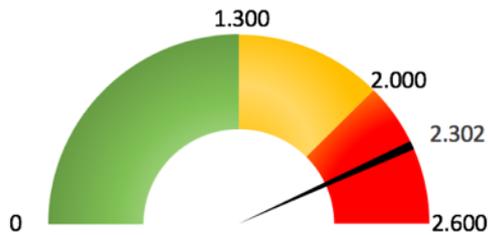
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

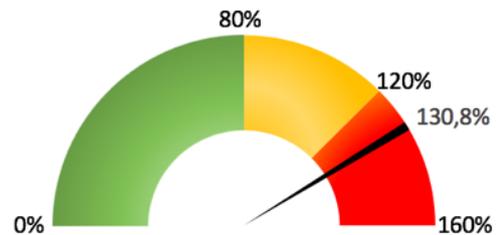
Il barometro dell'economia italiana

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

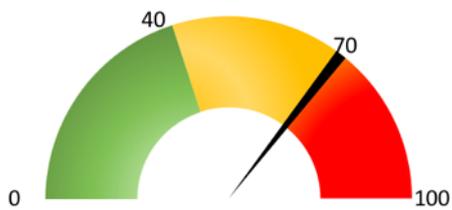
Debito pubblico marzo 2018 (€mld)



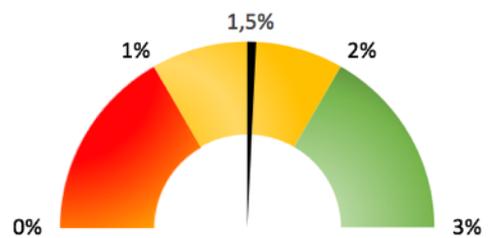
Debito pubblico/PIL stima 2018



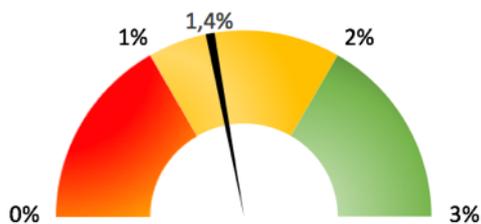
Stima spesa interessi 2018 (€mld)



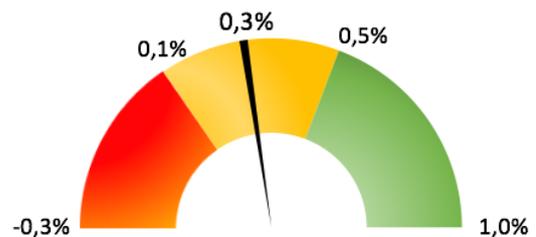
Avanzo Primario/PIL 2017



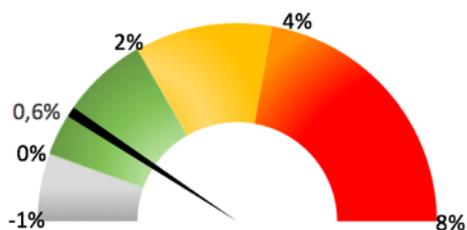
Stima PIL Annuale 2018



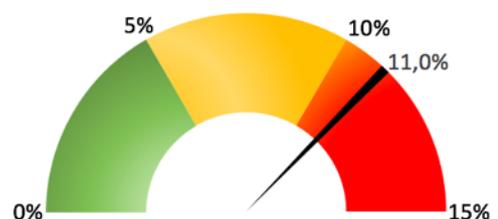
Crescita - PIL Trimestrale 1q2018



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.

Sono un'ottimista che si preoccupa molto.
Madeleine Albright

Introduzione

La citazione di Madeleine Albright appare calzante con quello che si potrà leggere in questo XXX Osservatorio.

Dopo questi lunghi anni di crisi, ci sono diversi dati che consentono di guardare al futuro con ottimismo: il peggio sembra proprio essere alle spalle.

Tuttavia, i dati non si possono considerare pienamente positivi, specialmente se li poniamo a confronto con quelli di altre economie sviluppate. Il paese non regge il ritmo ed è come se procedesse con il freno tirato.

Le ragioni sono molteplici, alcune sono strutturali e le abbiamo affrontate nel libro “La crisi economica e il macigno del debito” edito da Hoepli, certamente sono il frutto di qualche decennio di abbandono e di deresponsabilizzazione della classe politica *in primis*, ma anche degli imprenditori e dei singoli cittadini.

A questo punto l'ottimismo vacilla, tende a rifugiarsi nella speranza che il popolo di santi, poeti e navigatori riuscirà a trovare il colpo di teatro per riuscire *in extremis* a raddrizzare le cose.

Ma la razionalità prende poi il sopravvento e lascia il posto alla preoccupazione.

Questo Osservatorio è ricco di spunti di riflessione, lasciamo al singolo lettore la decisione se far prevalere sulla propria bilancia l'ottimismo o la preoccupazione.

Buona lettura.

Maurizio Mazziero

I rating

| Paesi | Standard & Poor's | | Fitch | | Moody's | | DBRS | | Dagong | |
|-------------|-------------------|------|-------|------|---------|----------|----------|------|--------|------|
| Austria | AA+ | Stab | AA+ | Stab | Aa1 | Stab | AAA | Stab | AA+ | Stab |
| Belgio | AA | Stab | AA- | Stab | Aa3 | Stab | AA high | Stab | A+ | Stab |
| Cipro | BB+ | Pos | BB+ | Pos | Ba3 | Pos | BB low | Pos | NA | NA |
| Croazia | BB+ | Stab | BB+ | Stab | Ba2 | Stab | BB+ | Stab | BB+ | Stab |
| Danimarca | AAA | Stab | AAA | Stab | Aaa | Stab | AAA | Stab | AA+ | Stab |
| Estonia | AA- | Stab | A+ | Pos | A1 | Stab | AA low | Stab | A | Stab |
| Finlandia | AA+ | Stab | AA+ | Stab | Aa1 | Stab | AA high | Stab | AA+ | Stab |
| Francia | AA | Stab | AA | Stab | Aa2 | Pos | AAA | Stab | A | Stab |
| Germania | AAA | Stab | AAA | Stab | Aaa | Stab | AAA | Stab | AA+ | Stab |
| Grecia | B | Pos | B | Pos | B3 | Pos | B | Pos | CCC | Stab |
| Irlanda | A+ | Stab | A+ | Stab | A2 | Stab | A high | Stab | BBB | Stab |
| Italia | BBB | Stab | BBB | Stab | Baa2 | Neg | BBB high | Neg | BB+ | Neg |
| Lettonia | A- | Pos | A- | Stab | A3 | Stab | A low | Stab | BBB- | Stab |
| Lussemburgo | AAA | Stab | AAA | Stab | Aaa | Stab | AAA | Stab | AAA | Stab |
| Malta | A- | Pos | A+ | Stab | A3 | Positivo | A high | Stab | A | Stab |
| Norvegia | AAA | Stab | AAA | Stab | Aaa | Stab | AAA | Stab | AAA | Stab |
| Olanda | AAA | Stab | AAA | Stab | Aaa | Stab | AAA | Stab | AA+ | Stab |
| Portogallo | BBB- | Stab | BBB | Stab | Ba1 | Pos | BBB | Stab | BB+ | Stab |
| Regno Unito | AA | Neg | AA | Neg | Aa2 | Stab | AAA | Stab | A+ | Stab |
| Slovacchia | A+ | Stab | A+ | Stab | A2 | Pos | A high | NA | NA | NA |
| Slovenia | A+ | Stab | A- | Stab | Baa1 | Stab | A | NA | NA | NA |
| Spagna | A- | Pos | A- | Stab | Baa1 | Stab | A | Stab | BBB+ | Stab |
| Stati Uniti | AA+ | Stab | AAA | Stab | Aaa | Neg | AAA | Stab | BBB+ | Neg |
| Svizzera | AAA | Stab | AAA | Stab | Aaa | Stab | AAA | Stab | AAA | Stab |
| Svezia | AAA | Stab | AAA | Stab | Aaa | Stab | AAA | Stab | AAA | Stab |

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

I fatti

- 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 a 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.
- 21 febbraio 2018, Moody's promuove la Grecia a B3, con outlook positivo.
- 23 febbraio 2018, Fitch conferma la Slovenia ad A-, con outlook stabile.
- 23 febbraio 2018, Moody's promuove Malta ad A3, con outlook positivo.

| S&P | Fitch | Moody's | DBRS | Dagong |
|------|-------|---------|----------|--------|
| AAA | AAA | Aaa | AAA | AAA |
| AA+ | AA+ | Aa1 | AA high | AA+ |
| AA | AA | Aa2 | AA | AA |
| AA- | AA- | Aa3 | AA low | AA- |
| A+ | A+ | A1 | A high | A+ |
| A | A | A2 | A | A |
| A- | A- | A3 | A low | A- |
| BBB+ | BBB+ | Baa1 | BBB high | BBB+ |
| BBB | BBB | Baa2 | BBB | BBB |
| BBB- | BBB- | Baa3 | BBB low | BBB- |
| BB+ | BB+ | Ba1 | BB high | BB+ |
| BB | BB | Ba2 | BB | BB |
| BB- | BB- | Ba3 | BB low | BB- |
| B+ | B+ | B1 | B high | B+ |
| B | B | B2 | B | B |
| B- | B- | B3 | B low | B- |
| CCC+ | CCC+ | Caa1 | CCC high | CCC+ |
| CCC | CCC | Caa2 | CCC | CCC |
| CCC- | CCC- | Caa3 | CCC low | CCC- |
| CC | CC | Ca | CC | CC |
| C | C | C | C | C |
| D | D | | D | D |

Tabella 2: Corrispondenza dei Rating delle varie agenzie

- 2 marzo 2018, Moody's conferma la Svezia ad Aaa, con outlook stabile.
- 23 marzo 2018, Fitch conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 23 marzo 2018, Fitch conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 23 marzo 2018, S&P promuove la Spagna ad A-, con outlook positivo.
- 23 marzo 2018, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 23 marzo 2018, S&P conferma la Norvegia ad AA, con outlook stabile.
- 23 marzo 2018, S&P promuove la Croazia a BB+, con outlook stabile.
- 23 marzo 2018, S&P conferma Malta ad A-, con outlook positivo.
- 23 marzo 2018, S&P conferma la Lettonia ad A-, con outlook positivo.
- 6 aprile 2018, S&P conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 13 aprile 2018, Moody's promuove la Spagna ad Baa1, con outlook stabile.
- 27 aprile 2018, Moody's conferma la Finlandia ad Aa1, con outlook stabile.
- 4 maggio 2018, Moody's promuove la Francia ad Aa2, con outlook positivo.
- 4 maggio 2018, Fitch conferma l'Estonia ad A+, con outlook positivo.
- 16 maggio 2018, Dagong declassa l'Italia a BB+, con outlook negativo.
- 18 maggio 2018, S&P conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 18 maggio 2018, S&P conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.

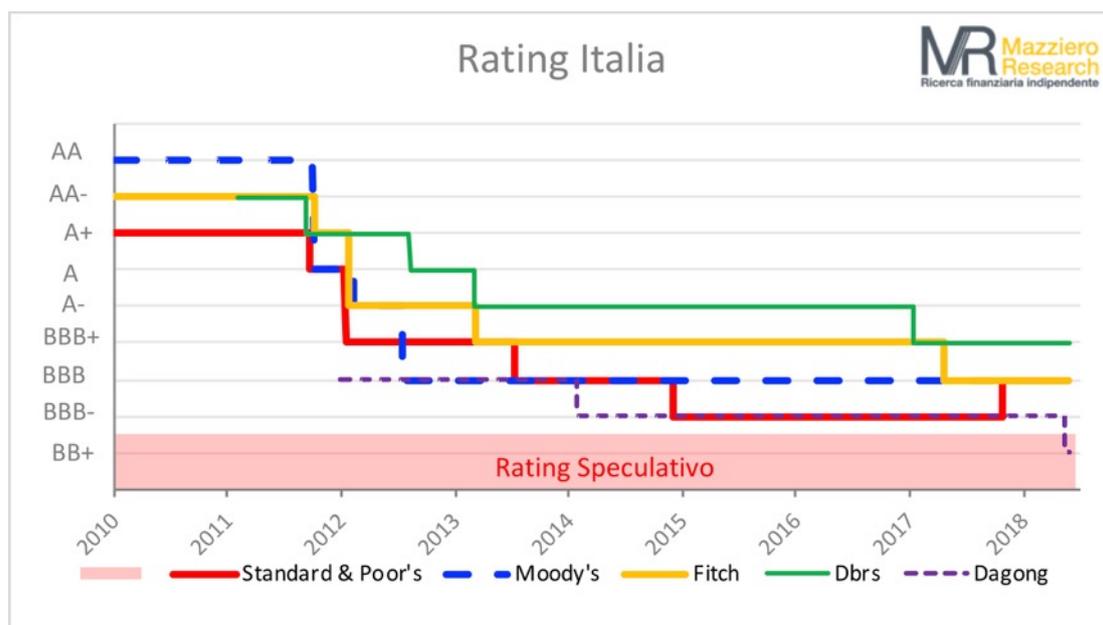


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

L'analisi

Per la cinese Dagong i BTP sono titoli spazzatura

Junk Bond, titoli spazzatura, così si definiscono in gergo finanziario i titoli degli emittenti con una valutazione inferiore alla tripla B.

L'agenzia cinese di rating Dagong, la più severa sul debito occidentale, ha classificato qualche giorno fa i titoli di Stato italiani come BB+, un livello che si trova al di sotto dell'*investment grade* e viene classificato come *speculative grade*, cioè spazzatura (**Figura 1**).

Questo sarebbe un dettaglio non da poco, nel caso il medesimo giudizio venisse attribuito da due su tre delle maggiori agenzie di rating, e determinerebbe l'automatica esclusione dei titoli di Stato italiani da numerosi panieri di investimento. La conseguenza sarebbe l'immediata vendita per parecchi miliardi e il contemporaneo innalzamento dello spread rispetto al Bund tedesco, con un pesante aggravio della spesa per interessi.

In realtà la notizia del declassamento è stata pressoché ignorata dai media nazionali, che ripetutamente snobbano le valutazioni della casa cinese.

Ancor più sfavorevole è l'attribuzione dell'*outlook* negativo, che quindi apre la strada a ulteriori declassamenti del rating entro uno o due anni.

Le motivazioni del severo giudizio sono relative al quadro politico frammentato e alla permanenza di rischi di crisi sistemiche nel settore bancario, a causa della lentezza nell'eliminazione dei crediti inesigibili. L'Italia, secondo gli analisti di Dagong, appare incapace di diminuire la propria dipendenza dal debito, generando a sua volta un'economia stagnante che continua a minare le fonti di rimborso del paese e mettendo a repentaglio la solvibilità del governo.

A nostro avviso, si tratta di un giudizio particolarmente rigido nell'attribuzione del rating e dell'*outlook* negativo, ma certamente le motivazioni addotte appaiono ineccepibili.

Il debito pubblico

| (Milioni di Euro) | 2017 | | 2018 | |
|-------------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
| | Debito pubblico | Delta debito | Debito pubblico | Delta debito |
| Gennaio | 2.251.451 | 31.905 | 2.286.561 | 23.505 |
| Febbraio | 2.240.733 | -10.718 | 2.286.451 | -110 |
| Marzo | 2.261.156 | 20.423 | 2.302.340 | 15.889 |
| Aprile | 2.271.562 | 10.406 | | |
| Maggio | 2.279.849 | 8.287 | | |
| Giugno | 2.289.513 | 9.664 | | |
| Luglio | 2.308.027 | 18.514 | | |
| Agosto | 2.286.746 | -21.281 | | |
| Settembre | 2.291.231 | 4.485 | | |
| Ottobre | 2.296.135 | 4.904 | | |
| Novembre | 2.281.395 | -14.740 | | |
| Dicembre | 2.263.056 | -18.339 | | |
| Totale | | 43.510 | | 39.284 |

Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2017 al 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Debito a marzo 2018: 2.302 miliardi; al di sotto del record storico di luglio 2017.
- L'incremento del debito nel 1° trim. 2018 è stato di 39,3 miliardi, nello stesso periodo del 2017 era stato di 41,6 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2018, è di 41.536 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 1.002 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 77,1%.

L'analisi

Debito oltre i 2.300 miliardi

Il debito continua nella sua inesorabile ascesa e ha oltrepassato per la seconda volta la soglia dei 2.300 miliardi. Come è possibile osservare nella **Tabella 3**, la prima volta fu nel luglio 2017 e giunse a 2.308 miliardi, per poi scendere sino ai 2.263 miliardi a fine anno.

Quest'anno abbiamo raggiunto i 2.302 miliardi a marzo e continuerà a salire nei prossimi mesi, prima di diminuire nel secondo semestre per terminare l'anno **tra 2.284 e 2.320 miliardi (Figura 2)**.

I salvataggi bancari pesano sul debito

Eurostat ha ritenuto di procedere a un aggiustamento del valore del debito di fine 2017 a seguito degli effetti della liquidazione di Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A. e delle operazioni relative a Banca Monte dei Paschi.

L'impatto complessivo delle operazioni riguardanti le banche in difficoltà si è concretizzato in un **aumento di circa 6,3 miliardi sull'indebitamento del 2017**. A seguito di tali rettifiche, le stime Mazziere Research che inizialmente mostravano un anomalo scostamento di 11 miliardi, si sono mostrate più vicine ai valori reali. Le stime si sono rivelate più precise con uno scostamento sul valore di dicembre 2017 di soli 4 miliardi, cifra in linea con la serie storica (si veda la **Tabella 4**).

Stima evoluzione debito pubblico sino a dicembre 2018

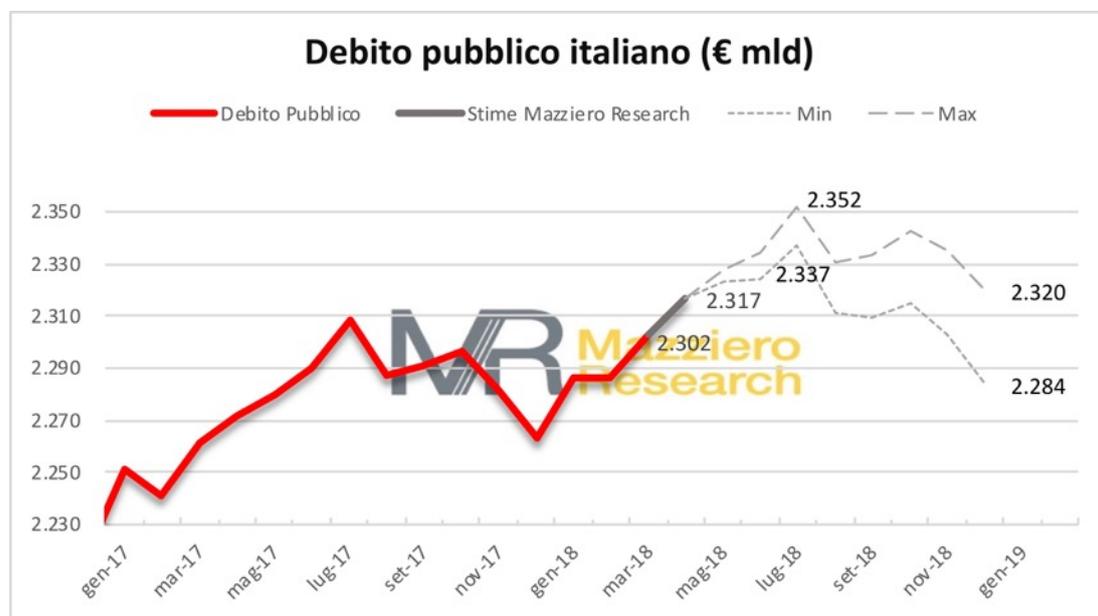


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime a dicembre 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

La stima ad aprile 2018

2.317 miliardi (in forte aumento)

Intervallo confidenza al 95%: **2.313 – 2.321 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 giugno 2018

La stima a dicembre 2018

Compreso tra 2.284 e 2.320 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà febbraio 2019

L'analisi Mazziere Research

Il debito pubblico continuerà a crescere sino a luglio per poi scendere **tra 2.284 e 2.320 miliardi** al termine 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 | 2.263 |
| | Δ (Uff - Stima) | 3 | 1 | 4 | 2 | 2 | -1 | 3 | 4 | 0 | 0 | -4 | |
| 2018 | Stime MR | 2.281 | 2.284 | 2.307 | 2.317 | | | | | | | | |
| | Dato Ufficiale | 2.287 | 2.286 | 2.302 | | | | | | | | | |
| | Δ (Uff - Stima) | 6 | 2 | -5 | | | | | | | | | |

Tabella 4: Affidabilità delle stime Mazziere Research sul debito pubblico

I saldi del sistema Target 2

Il sistema dei pagamenti fra i paesi dell'Eurozona continua a mostrare un forte sbilanciamento fra i *paesi core* (economie del Nord Europa) e i *periferici* (Sud Europa). La Germania si mantiene a credito sui valori massimi (896 miliardi), mentre l'Italia all'opposto si mantiene vicino ai valori massimi di debito (447 miliardi); dati BCE a marzo 2018. Il fatto che il sistema Target 2 non preveda un *netting* periodico determina un continuo ampliarsi degli sbilanciamenti di pagamento fra i paesi dell'Eurozona. Un fattore non particolarmente rilevante, ma che potrebbe indurre i mercati ad attacchi speculativi.

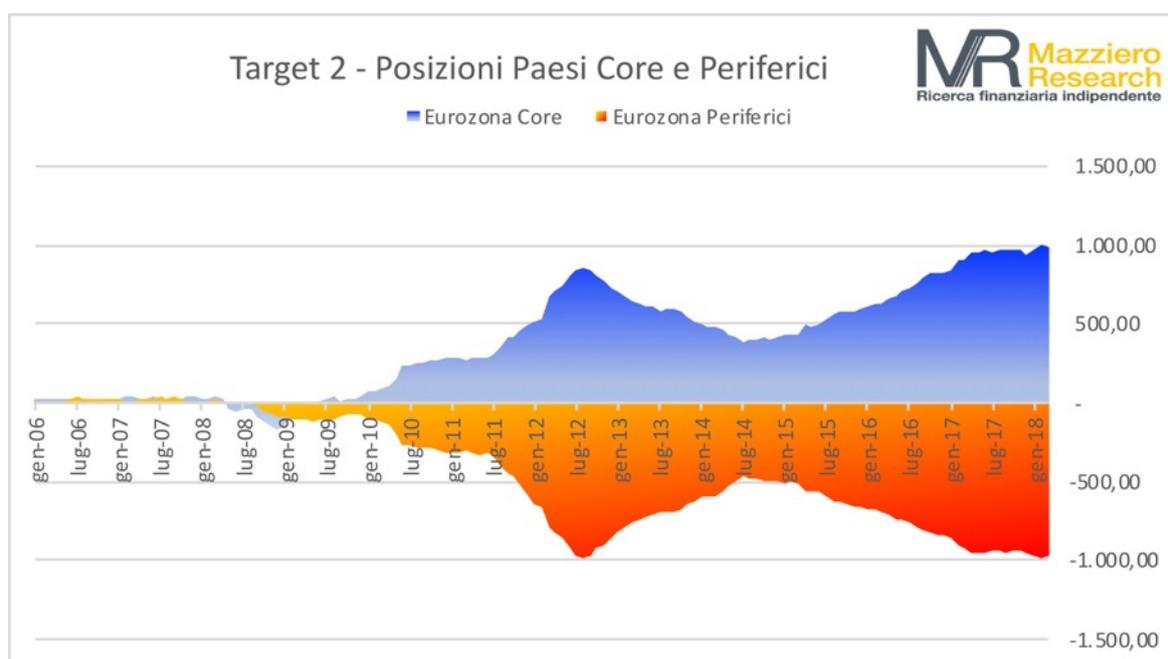


Figura 3: Posizioni Target 2 fra Paesi Core e Periferici (Elaborazione su dati BCE)



Figura 4: Posizioni Target 2 di Germania, Francia, Spagna, Italia (Elaborazione su dati BCE)

| (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 | 2.137.320 | 67.092 | 3,24% | 0,20% |
| Anno 2015 | 2.173.387 | 36.067 | 1,69% | 0,10% |
| Anno 2016 | 2.219.546 | 46.159 | 2,12% | 0,50% |
| Anno 2017 | 2.263.056 | 43.510 | 1,96% | 1,10% |
| 1 trim 2018 | 2.302.340 | 39.284 | 1,77% | 0,60% |
| Incremento | | 1.001.999 | 77,06% | |

Tabella 5: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 1° trim 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Il calcio alla lattina

La **Figura 5** mostra un aggiornamento di ciò che più volte abbiamo chiamato il calcio alla lattina, cioè **il continuo rimandare degli obiettivi e delle promesse**.

La linea rossa mostra l'evoluzione del rapporto Debito/PIL dal 2010 ad 2017, mentre la linea tratteggiata blu indica quello che dovrebbe essere il futuro percorso di riduzione a partire dal 2018. Finalmente un sentiero virtuoso che ci porterebbe nel 2021 al 122% del PIL.

Peccato che anche nel passato si sia collezionato una **lunga serie di percorsi virtuosi che sono rimasti solo nelle carte** dei Documenti di Economia e Finanza; questi percorsi sono visibili nel grafico con sottili linee tratteggiate.

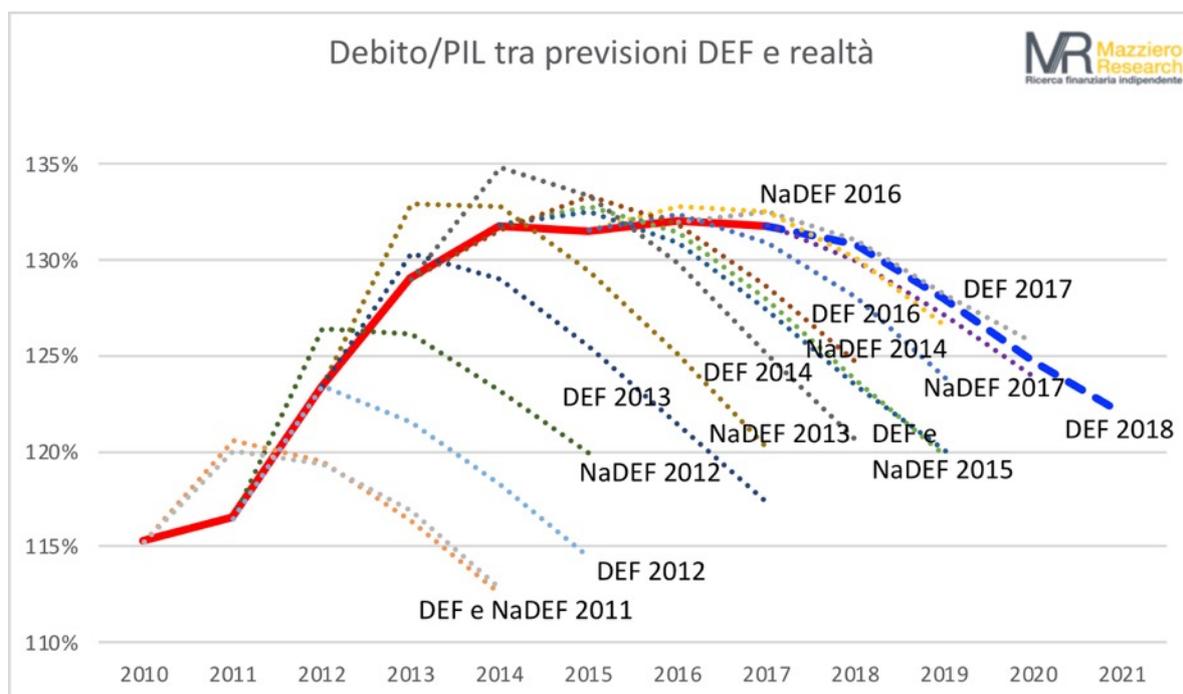


Figura 5: Il continuo slittamento della riduzione del debito
(Elaborazione su dati MEF, Documenti di Economia e Finanza)

Speciale DEF: l'analisi di entrate e spese pubbliche

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

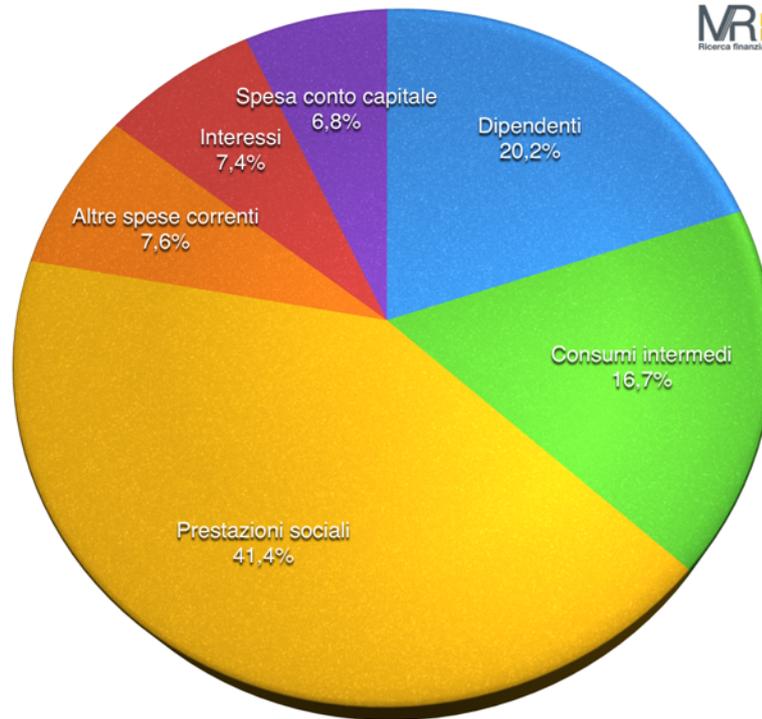
| | Consuntivo | Previsione | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| SPESE | | | | | |
| Redditi da lavoro dipendente | 164.007 | 170.990 | 169.687 | 169.239 | 169.439 |
| Consumi intermedi | 140.174 | 141.601 | 142.538 | 144.260 | 146.576 |
| Prestazioni sociali in denaro | 342.072 | 350.780 | 358.880 | 368.730 | 377.650 |
| Pensioni | 264.033 | 269.660 | 275.180 | 283.830 | 292.130 |
| Altre prestazioni sociali | 78.039 | 81.120 | 83.700 | 84.900 | 85.520 |
| Altre spese correnti | 62.032 | 64.373 | 66.927 | 66.725 | 67.423 |
| Totale spese correnti netto interessi | 708.285 | 727.744 | 738.032 | 748.954 | 761.088 |
| Interessi passivi | 65.641 | 62.536 | 63.004 | 65.466 | 68.313 |
| Totale spese correnti | 773.926 | 790.280 | 801.036 | 814.420 | 829.401 |
| <i>Di cui: spesa sanitaria</i> | 113.599 | 115.818 | 116.382 | 118.572 | 120.894 |
| Totale spese in conto capitale | 65.673 | 57.541 | 59.783 | 58.184 | 57.367 |
| Investimenti fissi lordi | 33.683 | 34.531 | 36.528 | 38.531 | 40.040 |
| Contributi in conto capitale | 13.387 | 13.978 | 14.555 | 12.560 | 11.165 |
| Altre trasferimenti | 18.603 | 9.032 | 8.700 | 7.093 | 6.162 |
| Totale spese netto interessi | 773.958 | 785.285 | 797.815 | 807.138 | 818.455 |
| Totale Spese | 839.599 | 847.821 | 860.819 | 872.604 | 886.768 |
| ENTRATE | | | | | |
| Tributarie | 502.621 | 509.981 | 530.779 | 550.078 | 562.570 |
| Imposte dirette | 250.477 | 253.577 | 255.960 | 262.035 | 269.127 |
| Imposte indirette | 249.922 | 255.539 | 273.943 | 287.156 | 292.546 |
| Imposte in conto capitale | 2.222 | 865 | 876 | 887 | 897 |
| Contributi sociali | 226.244 | 235.937 | 242.997 | 247.869 | 253.593 |
| Contributi sociali effettivi | 222.264 | 231.973 | 238.953 | 243.743 | 249.397 |
| Contributi sociali figurativi | 3.980 | 3.964 | 4.044 | 4.126 | 4.196 |
| Altre entrate correnti | 68.460 | 70.618 | 69.682 | 70.359 | 70.898 |
| Totale entrate correnti | 795.103 | 815.671 | 842.582 | 867.419 | 886.164 |
| Entrate in conto capitale non tributarie | 2.583 | 3.131 | 3.242 | 3.627 | 3.635 |
| Totale entrate | 799.908 | 819.667 | 846.700 | 871.933 | 890.696 |
| <i>Pressione fiscale</i> | 42,5 | 42,2 | 42,5 | 42,5 | 42,3 |
| Saldo Primario | 25.950 | 34.382 | 48.885 | 64.795 | 72.241 |
| Saldo di parte corrente | 21.177 | 25.391 | 41.546 | 52.999 | 56.763 |
| Indebitamento netto | -39.691 | -28.154 | -14.119 | -671 | 3.928 |
| (in % di pil) | -2,3 | -1,6 | -0,8 | -0,0 | 0,2 |
| PIL nominale | 1.716.935 | 1.766.241 | 1.822.552 | 1.878.205 | 1.928.685 |

*Tabella 6: Conto economico delle Pubbliche Amministrazioni
(Fonte: MEF, Documento di Economia e Finanza)*

Il Documento di Economia e Finanza di quest'anno elaborato dal Governo Gentiloni, in carica solo per l'ordinaria amministrazione, non presenta manovre, ma si limita a indicare l'evoluzione tendenziale del bilancio dello Stato.

Dalla **Tabella 6** possiamo vedere che nel quadriennio 2018-2021:

- La spesa pubblica passerebbe da 840 a 887 miliardi, +47 miliardi rispetto al 2017 pari a un +5,6%.
- Rispetto al PIL: la spesa passerebbe dal 48,9% al 46%.
- Il PIL si porterebbe da 1.717 miliardi a 1.929 miliardi con un incremento stimato del 12,3%.



*Figura 6: Composizione della Spesa pubblica nel 2018
(Elaborazione su dati MEF, Documento di Economia e Finanza)*

Sempre nel periodo 2018-2021 le entrate passerebbero da 800 a 891 miliardi con un aumento di 91 miliardi rispetto al 2017 corrispondenti a un +12,3%, percentuale ben più ampia dell'incremento della spesa. In termini relativi al PIL, le entrate passerebbero dal 46,6% al 46,2%, con una riduzione dell'incidenza percentuale, visto che il PIL aumenterebbe in misura maggiore.

La **Figura 6** mostra la ripartizione della Spesa pubblica nel 2018: come si può osservare la fetta maggiore (41,4%) riguarda le Prestazioni sociali, principalmente pensioni a cui si affiancano altri interventi di sostegno del reddito o di assistenza sociale; la dinamica di questa voce è in continua espansione e raggiungerebbe il 42,6% delle spese nel 2021.

Già attualmente, **la spesa per prestazioni sociali, non appare adeguatamente finanziata**, visto che eroga sussidi per 350,8 miliardi e ne introita solamente 235,9, con **uno sbilancio di 114,8 miliardi** che devono essere colmati dalla finanza pubblica sottraendoli ad altre risorse (**Tabella 7**).

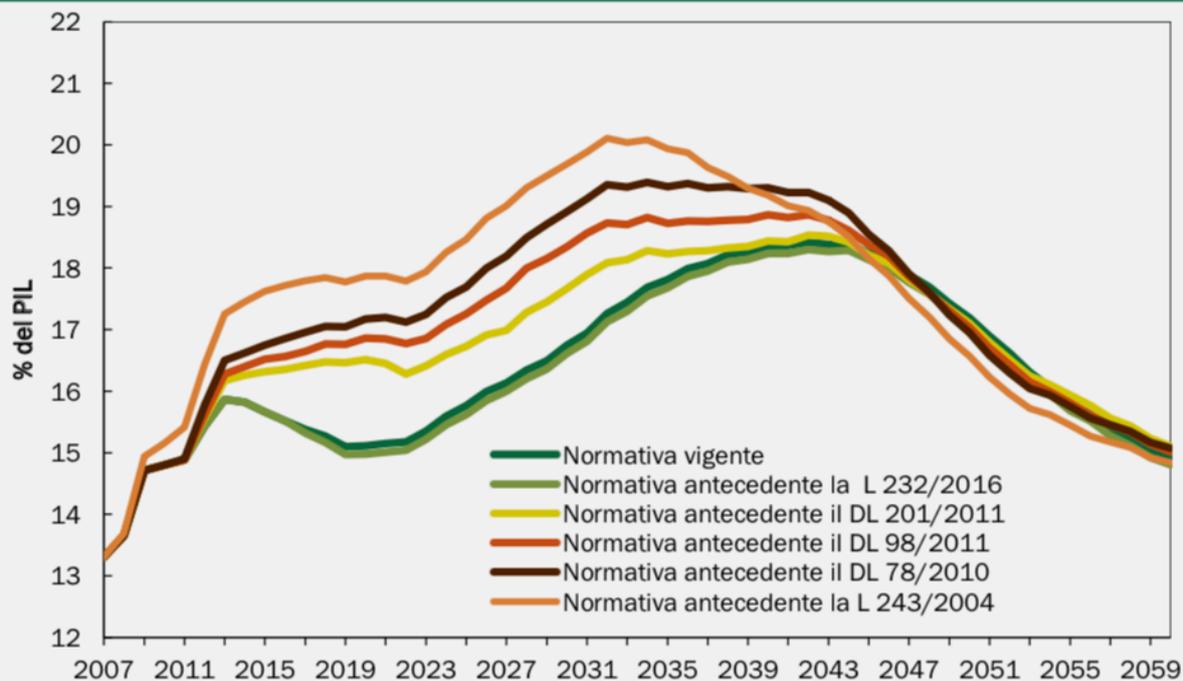
Se ci limitassimo al solo pagamento delle pensioni, potremmo notare che a fronte di 232 miliardi di contributi, vengono erogate pensioni per quasi 270 miliardi, con **uno sbilancio di 38 miliardi**.

L'invecchiamento della popolazione, la crescente precarizzazione e il tardivo ingresso dei giovani nel mondo del lavoro tenderà sempre di più ad esacerbare questi disequilibri.

Tabella 7: Entrate e Uscite del sistema socioassistenziale (Elaborazione su dati MEF, Documento di Economia e Finanza)

| Contributi (€mln) | |
|-----------------------|-----------------|
| Contributi effettivi | 231.973 |
| Contributi figurativi | 3.964 |
| Totale | 235.937 |
| Prestazioni (€mln) | |
| Pensioni | 269.660 |
| Altre prestazioni | 81.120 |
| Totale | 350.780 |
| Differenza | -114.843 |

FIGURA R2 - SPESA PUBBLICA PER PENSIONI IN RAPPORTO AL PIL SOTTO DIFFERENTI IPOTESI NORMATIVE



Note: Lo scenario EPC-WGA Baseline recepisce, nel breve periodo, le indicazioni del quadro tendenziale dell'Aggiornamento del Programma di Stabilità 2018.

Fonte: Modello di previsione di lungo periodo della Ragioneria Generale dello Stato.

*Figura 7: Evoluzione della spesa pensionistica in rapporto al PIL
(Fonte: MEF, Documento di Economia e Finanza)*

La **Figura 7** mostra l'evoluzione della spesa pensionistica in rapporto al PIL e si può notare che, con la normativa vigente (**Legge Fornero lievemente mitigata**), a partire dal 2019 vi sarà un ripido incremento sino a metà degli anni 2040 per effetto dell'accesso pensionistico dei *Baby boomers* (nati negli anni sessanta del secolo scorso).

Questi pochi dati che abbiamo qui presentato, mostrano come appaia **poco probabile un reale alleggerimento della Legge Fornero**, che sarebbe soggetta invece a un intervento più incisivo; mentre appare abbastanza plausibile che rimaneggiamenti di questa legge **resteranno nel concreto più di facciata che di effettivo alleggerimento**.

La seconda voce di spesa riguarda il **costo del personale pubblico** che, dopo un aumento di 7 miliardi nel 2018, rispetto al 2017 per l'applicazione degli aumenti salariali, resterà **abbastanza stabile** e tenderà a diminuire di 1,5 miliardi entro il 2021, portandosi al 19,1% della spesa pubblica totale.

Altra voce rilevante, ma suddivisa tra diverse voci come personale, consumi intermedi, spese correnti e investimenti, è quella relativa all'**assistenza sanitaria che pesa per 115,8 miliardi** nel 2018, pari al 13,7% della spesa, per salire nel 2021 a 120,9 miliardi pari al 13,6% della spesa.

Come possiamo notare, l'aumento di 5 miliardi di spesa sanitaria si raffronta con una lieve diminuzione (-0,1%) in rapporto al totale della spesa pubblica, ma se raffrontassimo **la spesa sanitaria rispetto all'evoluzione del PIL troveremmo che questa passa dal 6,6% al 6,3%**, con una diminuzione dello 0,3%, che in cifre corrisponde a poco più di 5 miliardi di sottrazione di risorse. In pratica, l'aumento di 5 miliardi di spesa sanitaria dal 2018 al 2021 è circa la metà di quanto dovrebbe essere e questo significa ovviamente una

minore accessibilità delle prestazioni, salvo miglioramenti dell'efficienza che sinora si sono visti solo in poche realtà.

La spesa in conto capitale, cioè gli investimenti, resterà pressoché stabile dal 2018 al 2021 pari al 7,6% della spesa pubblica, ma se raffrontata al PIL scenderà dal 3,3% al 3,0%.

È abbastanza facile da comprendere che **una nazione che non investe crea le premesse per una crescita debole e inferiore agli altri paesi negli anni futuri**; esattamente quello che sta accadendo all'Italia di oggi, la cui fragilità economica è il risultato dei mancati investimenti nel passato. Ovviamente non tutti gli investimenti sono sinonimo di futura crescita e la loro scelta dipende da quanto una classe politica sia illuminata; certamente gli investimenti costituiscono futura spesa corrente in quanto, ad esempio, le strade vanno tenute con il manto stradale sano e i treni devono essere costantemente sottoposti a manutenzione (abbiamo affrontato questo tema nel libro "La crisi finanziaria e il macigno del debito", edito da Hoepli).

La voce di spesa meno produttiva di tutte è quella relativa agli interessi: conta per il 7,4% delle spese e continuerà a salire sino al 7,7% nel 2021. In termini assoluti, dai 65,6 miliardi del 2017, si scenderebbe a 62,5 nel 2018 per portarsi a 68,3 miliardi nel 2021. Dobbiamo specificare al riguardo che queste sono le cifre annuali finali dopo rettifiche e bilanciamenti tra interessi passivi e attivi da parte della **Ragioneria Generale**; le cifre che noi riportiamo nelle stime si riferiscono esclusivamente alla spesa per interessi sui titoli di Stato.

Si tratta, tuttavia, di **somme ingenti** se si pensa che **pesano per il 3,8% sul PIL** (anno 2017), sebbene da 27 anni il bilancio chiuda con un avanzo primario. In pratica, il bilancio chiude ormai regolarmente con un saldo positivo anno dopo anno, ma una volta che viene aggiunta la spesa per interessi questa determina un saldo negativo, creando ulteriore debito che si aggiunge a quello dell'anno precedente. **Il debito, quindi, aumenta proprio a causa dell'enorme spesa per interessi**, visto che se questa fosse più contenuta potrebbe essere assorbita dall'avanzo primario. A sua volta un debito in continuo aumento deve essere costantemente finanziato sottraendo risorse importanti al bilancio pubblico.

E per comprendere quale tipo di risorse sottrae ad attività più utili alla cittadinanza, si pensi che **la spesa per interessi è più della metà di quella sanitaria**; una misura ormai ridotta all'osso, e che dagli anni '80 è inferiore al 7% del PIL con una tendenza in costante riduzione.

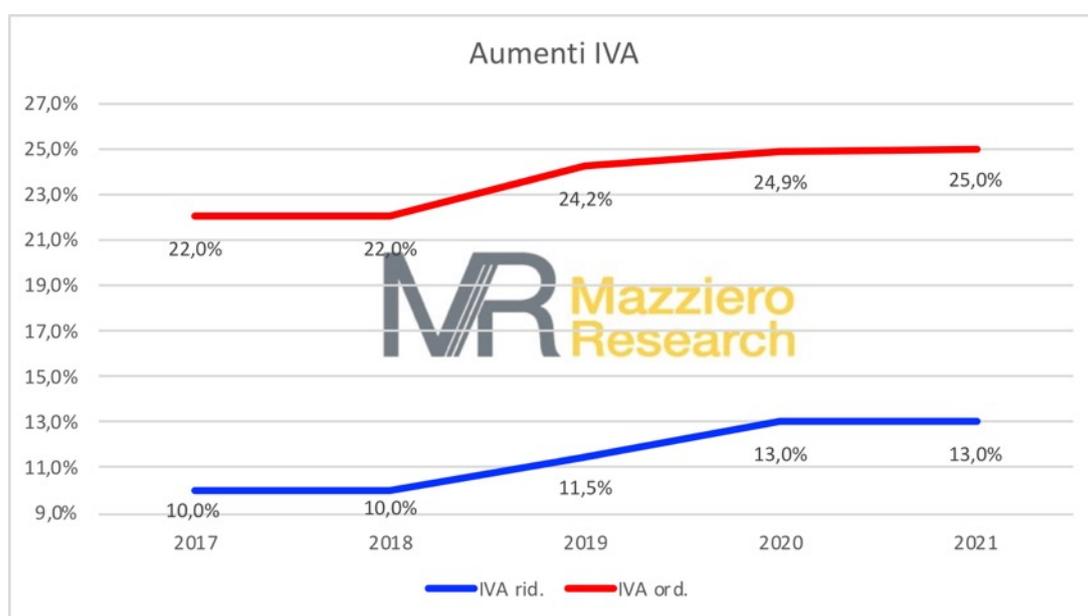


Figura 8: Aumenti Iva previsti dalle attuali clausole di salvaguardia (Elaborazione su dati MEF, Documento di Economia e Finanza)

La spesa pubblica viene finanziata principalmente con le entrate tributarie, a cui si associano modeste entrate in conto capitale; i contributi, come abbiamo già visto precedentemente, finanziano invece le prestazioni sociali. Dalla **Tabella 6** possiamo notare che le entrate sono in costante aumento: dai 799,9 miliardi del 2017, balzano di 20 miliardi a 819,7 nel 2018 per arrivare a 890,7, con ulteriori 70 miliardi di aumento nel 2021.

Come si può osservare, **nessuno sforzo viene mai fatto per diminuire la spesa e la ricetta per finanziare i costi crescenti è quella di aumentare le entrate**. Molto spesso si farà fatica anche a cogliere le fonti da cui attingere nuove risorse e quindi verranno inserite voci aleatorie di aumento delle entrate, come lotta all'evasione, che qualora non si verificassero nelle dimensioni prospettate daranno luogo scatti automatici di imposte.

Sono le cosiddette **Clausole di salvaguardia**, che ogni anno ci trasciniamo e che qualora venissero non disinnescate entro la fine dell'anno porterebbero nel 2019 l'IVA ordinaria dal 22 al 24,2% e quella ridotta dal 10 all'11,5% (**Figura 8**). **Per neutralizzare questi aumenti saranno necessari 12,5 miliardi nel 2019 e 19,2 nel 2020**, che andranno ovviamente trasferiti da altre voci di spesa, oppure, come accaduto in questi anni, semplicemente spostati più in avanti con conseguente aumento degli importi fino a quando diverrà impossibile disinnescarle lasciando il cerino in mano al Governo del momento.

La **Figura 9** mostra il percorso di riduzione del debito, conosciuto come Fiscal Compact; anche nel triennio 2018-20 non verrà centrato il rispetto del benchmark e ancora una volta gli impegni presi slitteranno; una brutta abitudine che si perpetua come abbiamo visto nella **Figura 5**.

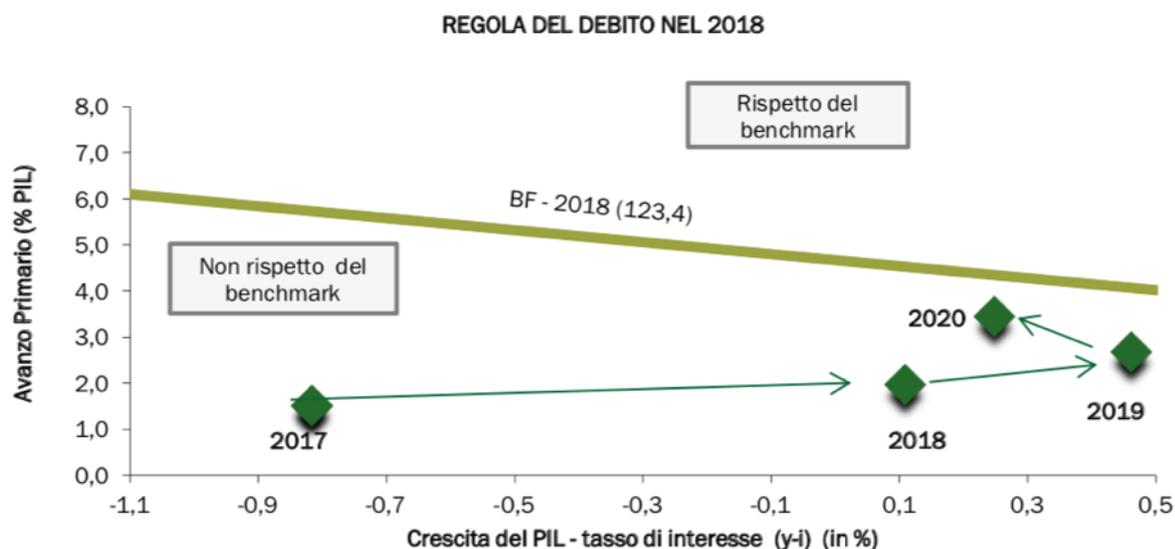


Figura 9: Percorso di riduzione del debito, Fiscal Compact (Fonte: MEF, Documento di Economia e Finanza)

A margine delle Spring Economic Forecast della Commissione Europea (3 maggio 2018), Pierre Moscovici, commissario agli Affari economici della Ue, così ha commentato sull'Italia: il Paese non solo è immobile, ma non ha nemmeno messo a segno il risanamento minimo del deficit previsto da Bruxelles che, con un maxi-sconto pre elettorale per il 2018, si era limitata a chiedere una correzione dello 0,3%, ovvero di 5,2 miliardi. «Non pervenuto. Gli sforzi fatti dall'Italia sono pari a zero». Al contrario di quanto sostenuto dal Tesoro, il deficit quest'anno è inchiodato all'1,7%, come nel 2017, e il buco nei conti individuato nei mesi scorsi da Bruxelles si è ampliato.

(da Anteprema, la spremuta di giornali di Giorgio Dell'Arti del 4 maggio 2018)

Le entrate e le uscite

| (Milioni di Euro) | 2017 | | | 2018 | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| | Entrate | Uscite | Saldo | Entrate | Uscite | Saldo |
| Gennaio | 38.672 | 33.180 | 5.492 | 36.342 | 20.354 | 15.988 |
| Febbraio | 30.127 | 16.487 | 13.640 | 31.688 | 32.037 | -349 |
| Marzo | 32.843 | 43.930 | -11.087 | 30.635 | 71.122 | -40.487 |
| Aprile | 32.846 | 46.147 | -13.301 | | | |
| Maggio | 35.339 | 67.196 | -31.857 | | | |
| Giugno | 35.909 | 30.448 | 5.461 | | | |
| Luglio | 53.514 | 51.629 | 1.885 | | | |
| Agosto | 48.374 | 31.024 | 17.350 | | | |
| Settembre | 32.139 | 29.238 | 2.901 | | | |
| Ottobre | 32.424 | 70.626 | -38.202 | | | |
| Novembre | 39.684 | 49.143 | -9.459 | | | |
| Dicembre | 94.386 | 102.250 | -7.864 | | | |
| Totale | 506.257 | 571.298 | -65.041 | 98.665 | 123.513 | -24.848 |

Tabella 8: Andamento entrate e uscite statali nel 2017 e 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Nel 1° trim 2018 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 25 miliardi.
- Nel 1° trim 2017 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 8 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 1° trim 2018 è stata di 32,9 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 1° trim 2017 è stata di 33,9 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 1° trim 2018 è stata di 41,2 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 1° trim 2017 è stata di 31,2 miliardi.
- Da gennaio a marzo 2018 le entrate tributarie sono state di 97.058 milioni di euro (+2.623 milioni di euro rispetto al 2016, pari a +2,8%). Le imposte dirette si attestano a 54.472 milioni di euro (+1.549 milioni di euro, pari a +2,9%) e le imposte indirette risultano pari a 42.586 milioni di euro (+1.074 milioni di euro, pari a +2,6%).

L'analisi

Disastroso sbilancio fra entrate e uscite nel 1° trimestre.

Questo primo trimestre del 2018 appare piuttosto problematico sul fronte della cassa: il disavanzo tra entrate e uscite è di 25 miliardi, quando nello scorso anno era stato di soli 8 miliardi (**Tabella 8**). Si può notare, inoltre, che la media mensile delle entrate risulta inferiore di 1 miliardo rispetto allo scorso anno e ancor peggio la media mensile delle uscite è superiore per 10 miliardi. Ne consegue che la differenza su base mensile rispetto al primo trimestre del 2017 è negativa per 11 miliardi, come appare dalla **Tabella 9**.

Se si pensa che tutto ciò accade con un aumento delle entrate tributarie nel primo trimestre per 2,6 miliardi, ci si rende conto come le spese appaiano fuori controllo (si veda anche la differenza tra entrate e uscite a marzo 2018 nella **Tabella 8**).

| Entrate | Uscite | Differenza |
|---------|--------|------------|
| -992 | 9.972 | -10.964 |

Tabella 9: Scostamento media entrate e uscite mensili tra 2017 e 2018 (€/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 | 74.377 | 4,17% |
| Anno 2015 | 1.814.445 | 6,52 | 68.018 | 3,75% |
| Anno 2016 | 1.867.214 | 6,76 | 66.440 | 3,56% |
| Anno 2017 | 1.906.389 | 6,90 | 65.641 | 3,44% |
| 1 Trim 2018 | 1.940.954 | 6,91 | 21.706 | NA |
| Aprile 2018 | 1.953.027 | 6,90 | NA | NA |

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

I fatti

- Circolante Titoli di Stato ad aprile 2018: 1.953 miliardi.
- Vita media residua: 6,90 anni, in diminuzione dai massimi di febbraio a 6,96.
- Spesa per interessi nel periodo gennaio-marzo 2018: 22 miliardi.
- Dal 2006 a marzo 2018 sono stati pagati 901 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a dicembre 2017: BOT -0,40%, BTP 1,05%, CCT 0,29%.

L'analisi

Nuovo record per il circolante di titoli di Stato

Ancora una volta siamo di fronte a un massimo mai raggiunto: 1.953 miliardi di titoli di Stato in circolazione (**Tabella 10**); il 32,4% è detenuto da soggetti esteri (le Sicav sono considerate tali anche nel caso di detenzione da investitori italiani), 16,2% dalla Banca d'Italia e il rimanente 52,4% da residenti entro i confini nazionali (**Figura 10**).



Figura 10: Detenzione del debito per categorie di investitori
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

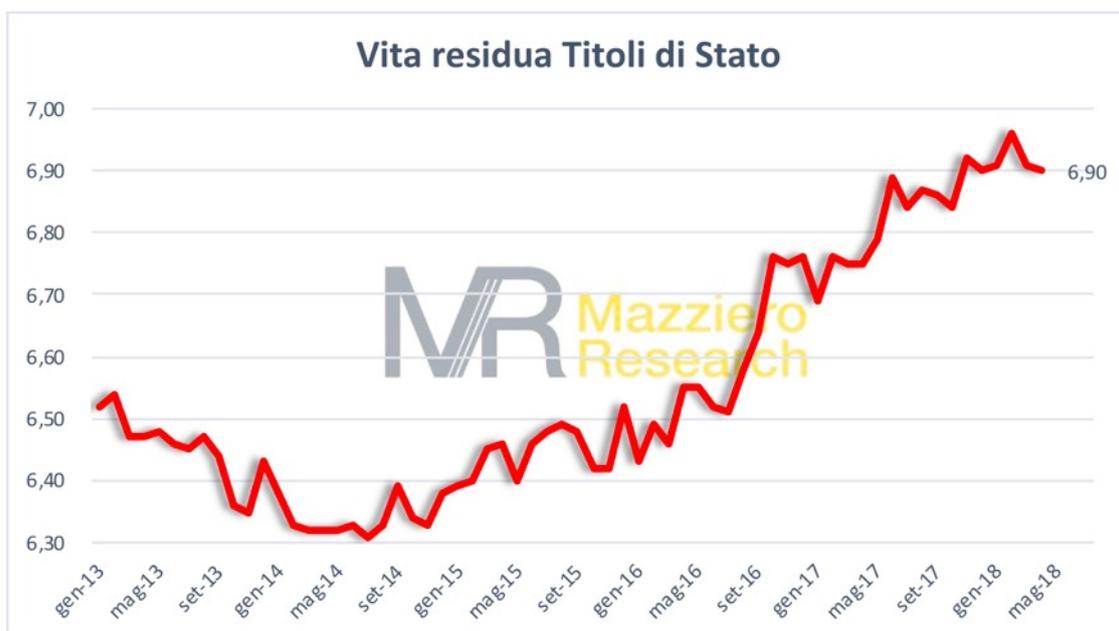


Figura 11: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 ad aprile 2018
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Vita media e tassi di interesse

Diminuisce leggermente la vita media residua dei titoli di Stato a 6,90 anni dopo aver segnato il massimo a 6,96 nel mese di febbraio. I tassi di interesse medi restano ancora contenuti (**Figura 11**), con i BOT in territorio negativo a -0,40%, i CCT in diminuzione allo 0,29%, poco sopra l'unità all'1,05% i BTP; 0,77% per il tasso tipico, che misura il rendimento medio dei titoli di Stato pesato per il circolante di ciascuna tipologia (**Figura 12**).

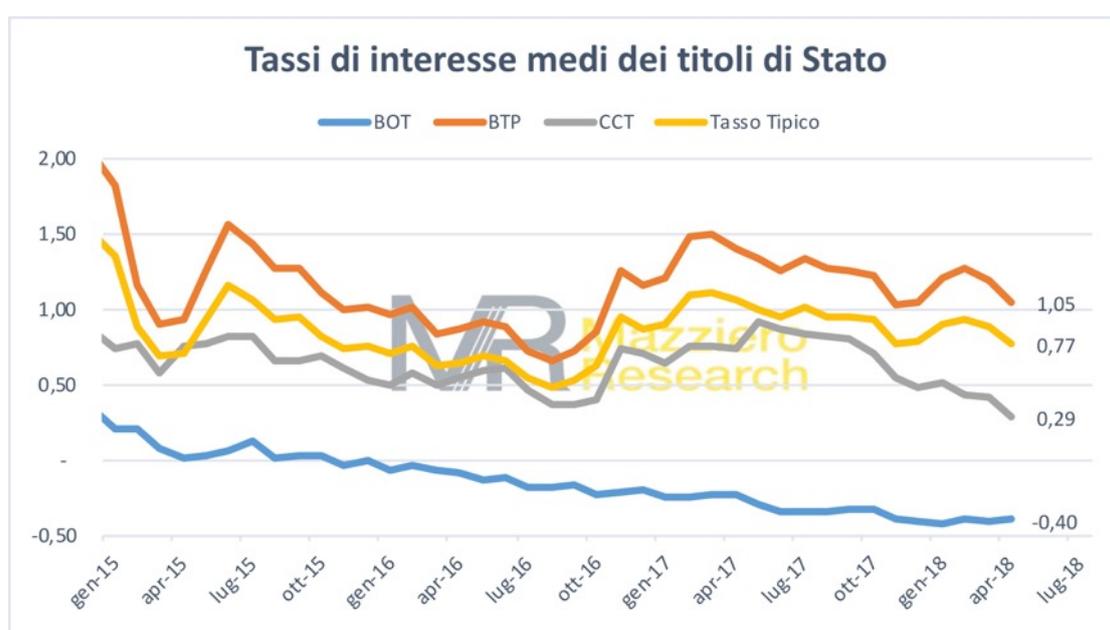


Figura 12: Tassi di interesse medi dei Titoli di Stato da gen. 2015 ad aprile 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Stima spesa per interessi a fine 2018

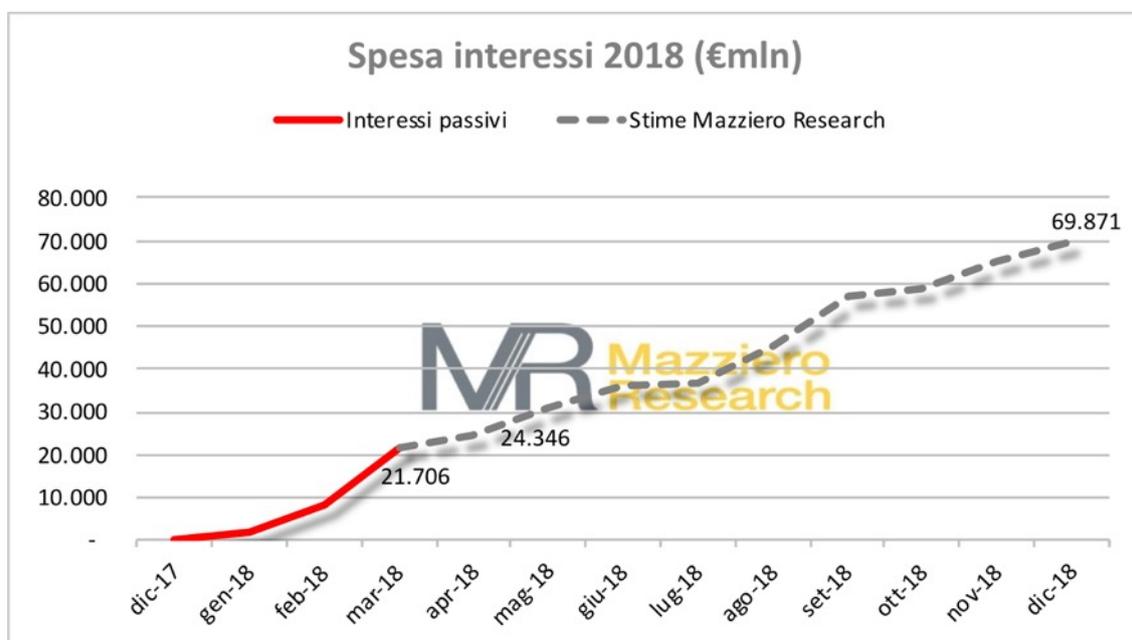


Figura 13: Stima spesa per interessi a fine 2018
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)

Spesa per interessi 1 trimestre 2018

Spesa per interessi cumulativa a fine marzo 2018: **21,7 miliardi di euro.**

La stima a fine 2018

Le nostre prime stime di spesa per interessi nel 2018 indicano una cifra a fine anno di circa **69,9 miliardi di euro (Figura 13).**

Nota: dopo alcuni mesi viene comunicata dalla Ragioneria Generale la spesa per interessi finale, il dato annuale è generalmente inferiore di circa 2 miliardi rispetto alla somma dei singoli mesi, è quindi plausibile una cifra finale di 67,9 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 |
| | Dato Ufficiale | 0,7 | 7,3 | 12,5 | 2,3 | 6,7 | 5,2 | 0,8 | 8,1 | 11,6 | 1,7 | 6,9 | 4,6 |
| | Δ (Uff - Stima) | -0,5 | -1,2 | 1,5 | -0,2 | -1,4 | -0,6 | -0,6 | -0,3 | 0,1 | -0,4 | -1,6 | -0,9 |
| 2017 | Stime MR | 0,8 | 7,5 | 12,9 | 2,4 | 6,9 | 5,4 | 0,8 | 8,3 | 11,9 | 1,8 | 7,1 | 4,7 |
| | Dato Ufficiale | 1,5 | 8,0 | 11,7 | 2,6 | 6,5 | 4,7 | 0,9 | 8,2 | 11,6 | 1,6 | 6,7 | 4,3 |
| | 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 | 1,9 | 8,2 | 12,0 | 2,6 | | | | | | | | |
| | Dato Ufficiale | 1,6 | 6,7 | 13,4 | | | | | | | | | |
| | Δ (Uff - Stima) | -0,3 | -1,5 | 1,4 | | | | | | | | | |

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

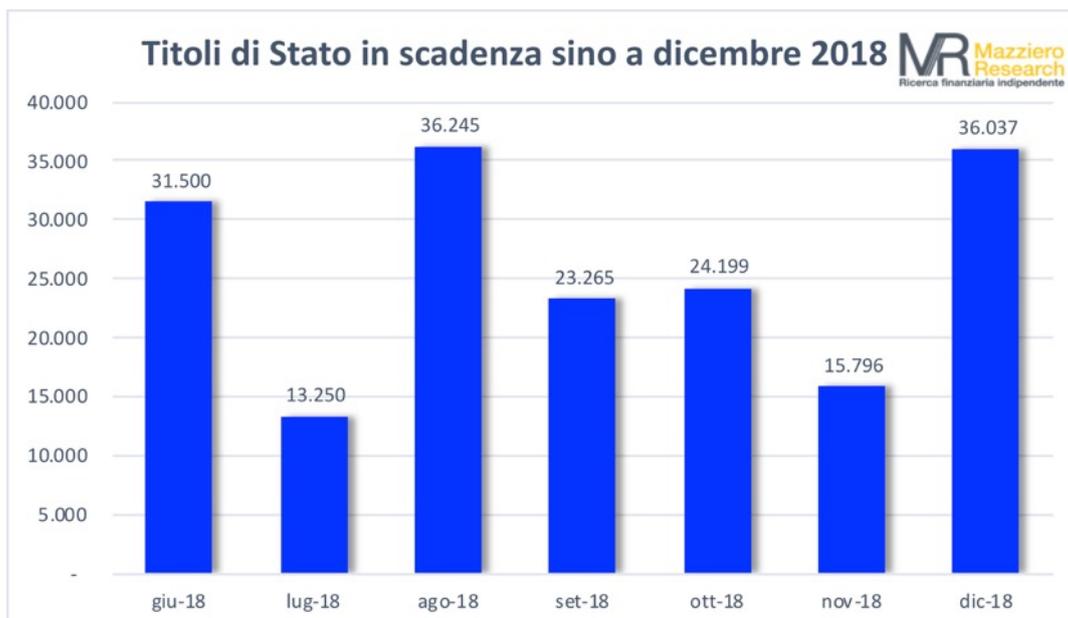


Figura 14: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2018 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF)

Ci aspettano rimborsi ed emissioni pesanti

I prossimi mesi saranno caratterizzati da rimborsi di titoli di Stato un po' più pesanti della media, come si può osservare dalla **Figura 14** i mesi di giugno, agosto e dicembre presentano scadenze superiori ai 30 miliardi. A fronte di tali rimborsi, il Tesoro dovrà procedere con altrettante emissioni, sebbene in qualche misura siano state anticipate nel corso degli ultimi mesi; ciò potrebbe comportare qualche rischio di innalzamento dei rendimenti a causa del recente nervosismo dei mercati finanziari (si veda il **Riquadro 6**).



Figura 15: 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 | 31/12/2017 | | | | 31/03/2018 | | | | |
| | Nozionale | in % | MTM | in % | Nozionale | in % | MTM | in % | |
| IRS ex-ISPA | 3.500 | 2,76% | -1.349 | 4,31% | 3.500 | 2,81% | -1.353 | 4,34% | |
| CCS (Cross Currency Swap) | 6.007 | 4,74% | 196 | -0,63% | 5.374 | 4,31% | -162 | 0,52% | |
| IRS (Interest Rate Swap) di copertura | 10.115 | 7,98% | 735 | -2,35% | 8.687 | 6,97% | 698 | -2,24% | |
| IRS (Interest Rate Swap) di duration | 103.627 | 81,71% | -28.528 | 91,13% | 103.627 | 83,11% | -28.064 | 90,02% | |
| Swaption | 3.569 | 2,81% | -2.360 | 7,54% | 3.494 | 2,80% | -2.295 | 7,36% | |
| Totale derivati su debito | 126.818 | 100% | -31.306 | 100% | 124.682 | 100% | -31.176 | 100% | |
| Titoli di Stato in circolazione | 1.906.389 | | | | 1.940.524 | | | | |
| Derivati su debito/Titoli di Stato | 6,65% | | | | 6,43% | | | | |

| Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005) | | | | | | | |
|--|-----------|--|------|--|-----------|--|------|
| Strumento | Nozionale | | MTM | | Nozionale | | MTM |
| IRS (Interest Rate Swap) | 1.835 | | -232 | | 1.835 | | -234 |

| Portafoglio strumenti derivati complessivo | | | | | | | | |
|--|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|
| Strumento | Nozionale | in % | MTM | in % | Nozionale | in % | MTM | in % |
| Derivati su debito | 126.818 | 98,57% | -31.306 | 99,26% | 124.682 | 98,55% | -31.176 | 99,26% |
| Derivati su attivi | 1.835 | 1,43% | -232 | 0,74% | 1.835 | 1,45% | -234 | 0,74% |
| Totale strumenti derivati | 128.653 | 100% | -31.538 | 100% | 126.517 | 100% | -31.410 | 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 primo trimestre 2018 (si veda anche l'Osservatorio precedente).

La **posizione complessiva è pari a 126,5 miliardi**, in diminuzione di quasi 11 miliardi rispetto al terzo trimestre 2017 che avevamo riportato nel precedente Osservatorio. Il valore di mercato (Mark to market – MTM) è negativo per **31,4 miliardi**, mentre la perdita in derivati nell'anno 2017 è stata di **5,4 miliardi**, in aumento rispetto ai 4,9 miliardi del 2016 e ai 3,6 del 2015 (**Tabella 13**).

| Member State: Italy Data are in ... (millions of units of national currency) Date: 12/04/2018 | | 2014 | 2015 | Year 2016 | 2017 | 2018 |
|---|--|---------|---------|--------------|---------|---------|
| Working balance in central government accounts | | -74.874 | -59.885 | -46.573 | -52.807 | L |
| <i>Basis of the working balance</i> | | cash | cash | cash | cash | planned |
| Financial transactions included in the working balance | | 18.442 | 12.656 | 8.726 | 17.322 | L |
| Loans, granted (+) | | 13.684 | 7.195 | 2.690 | 7.996 | L |
| Loans, repayments (-) | | -1.834 | -1.945 | -3.157 | -3.850 | L |
| Equities, acquisition (+) | | 3.447 | 350 | 519 | 5.964 | L |
| Equities, sales (-) | | 0 | 0 | 0 | 0 | L |
| Other financial transactions (+/-) | | 3.144 | 7.056 | 8.673 | 7.211 | L |
| of which: transactions in debt liabilities (+/-) | | 0 | 0 | 0 | 0 | L |
| of which: net settlements under swap contracts (+/-) | | 3.314 | 3.584 | 4.918 | 5.446 | L |

Tabella 13: Perdite in derivati dal 2014 al 2017
(Fonte Istat, Reporting of Government Deficits and Debt Levels)

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**

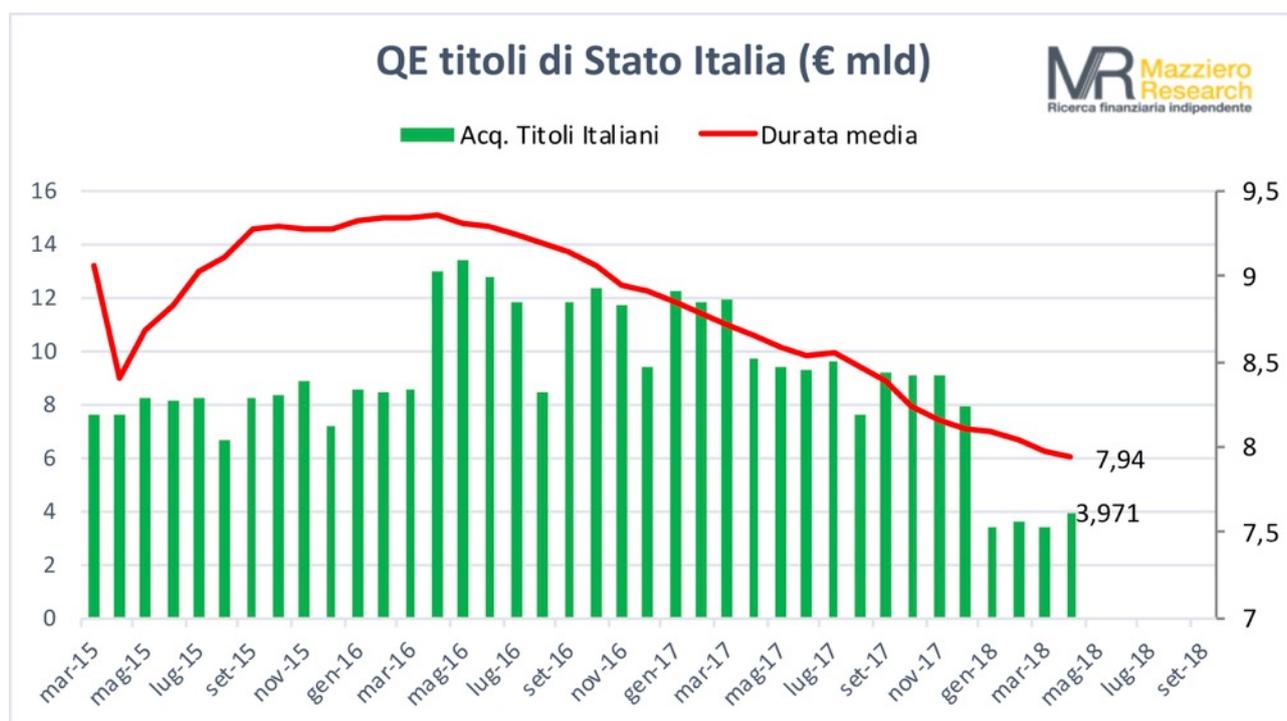


Figura 16: Acquisti di titoli di Stato dal QE della BCE e durata media dei titoli (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

Aggiornamento a fine aprile 2018

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: **341 miliardi.**
- Proiezione a fine settembre 2018: acquisti per **359 miliardi, 18% del circolante.**
- Durata media finanziaria: 7,94 anni, in calo dai massimi di 9,36 ad aprile 2016.
- In aprile gli acquisti di titoli di Stato italiani sono stati pari a 3,971 miliardi
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 1.968,645 miliardi.

Fuga dal BTP

Dopo un lungo periodo di calma quasi irreali, i mercati hanno iniziato a mostrare un notevole nervosismo, con l'inizio dei colloqui per la formazione di un Governo Lega-5 stelle. Alcune incaute dichiarazioni hanno risvegliato i mercati che erano rimasti sopiti sino a quel momento.



Figura 17: Rendimento del BTP a 10 anni aggiornato al 21 maggio 2018
(Elaborazione su grafici VisualTrader di Traderlink)

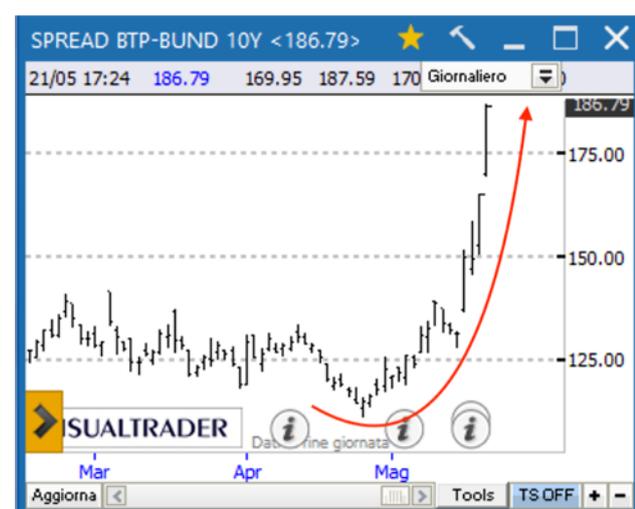


Figura 18: Spread BTP-Bund a 10 anni aggiornato al 21 maggio 2018
(Elaborazione su grafici VisualTrader di Traderlink)

La **Figura 17** mostra l'andamento del rendimento del BTP decennale. Come si può osservare il rendimento è passato dall'1,75% al 2,39% con un aumento di oltre 60 punti base.

Ciò determina una perdita nei portafogli dei detentori di BTP, l'ampiezza della perdita dipende dalla vita residua dei titoli.

Qualora questo incremento dei rendimenti dovesse continuare, si tradurrebbe in un costo più alto per le future emissioni del Tesoro e quantificabile in circa 2 miliardi l'anno.

La **Figura 18** riporta l'andamento dello Spread BTP-Bund a 10 anni, giunto a 187 punti. Lo Spread indica la differenza di rendimento tra i titoli decennali italiani e tedeschi. Il forte aumento che vediamo nel grafico già a partire dalla fine di aprile indica una maggiore percezione di rischio nella valutazione dei mercati della solvibilità dell'Italia.

Questo aspetto è sicuramente legato all'ipotesi di formazione di un Governo Lega-5 stelle e potrebbe essere stato esacerbato anche da articoli critici da parte della stampa anglosassone.

Le Riserve della Banca d'Italia

| Descrizione | € milioni | € milioni | % |
|---------------------------|-----------|----------------|-------------|
| Riserve in valuta estera | 30.939 | | 25% |
| Riserve verso FMI | 2.152 | | 2% |
| Diritti speciali prelievo | 6.428 | | 5% |
| Oro | 85.727 | | 68% |
| Altre attività di riserva | 939 | | |
| Totale Riserve | | 126.184 | 100% |

Tabella 14: Riserve Banca d'Italia ad aprile 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Le riserve ufficiali ad aprile 2018 ammontano a 126,2 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a gennaio 2018, riportata nel precedente Osservatorio, è pari a +1,6 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 68% delle riserve totali.

L'analisi

Aumenta il valore delle riserve ufficiali

Rispetto all'ultimo Osservatorio, che fotografava il livello delle riserve ufficiali della Banca d'Italia a gennaio, in aprile troviamo un aumento di 1,6 miliardi. La consistenza è ora di 126,2 miliardi di euro (**Tabella 14**) e la variazione è dovuta in egual misura a un aumento delle riserve in valuta estera e del valore delle riserve in oro.

La **Figura 19** riporta l'andamento dell'oro espresso in dollari (in rosso) e in euro (in blu), come possiamo osservare l'allargamento della forbice a causa dell'indebolimento del dollaro sembrerebbe essersi arrestato; in assenza di spunti notevoli del prezzo del metallo giallo anche le riserve potrebbero mantenersi intorno a questi valori, con variazioni di mese in mese piuttosto contenute.



Figura 19: 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 pr. concaten. 2010 | 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 | 2.137.320 | 3,00% | 131,78% | 0,10% |
| Anno 2015 | 1.652.622 | 30.795 | 1.557.612 | 2.173.387 | 2,60% | 131,51% | 1,00% |
| Anno 2016 | 1.680.948 | 28.326 | 1.570.980 | 2.219.546 | 2,50% | 132,04% | 0,90% |
| Anno 2017 | 1.716.935 | 35.987 | 1.594.581 | 2.263.056 | 2,30% | 131,80% | 1,50% |
| Anno 2018 (st.DEF) | 1.766.241 | 49.306 | | 2.310.815 | 1,60% | 130,80% | 1,50% |
| Anno 2019 (st.DEF) | 1.822.552 | 56.311 | | 2.333.381 | 0,80% | 128,00% | 1,40% |
| Anno 2020 (st.DEF) | 1.878.205 | 55.653 | | 2.345.592 | 0,00% | 124,70% | 1,30% |
| Anno 2021 (st.DEF) | 1.928.685 | 50.480 | | 2.353.076 | -0,20% | 122,00% | 1,20% |
| Anno 2018 (st.UE) | 1.742.689 | 25.754 | | 2.277.695 | 1,70% | 130,70% | 1,50% |
| Anno 2019 (st.UE) | 1.763.601 | 20.912 | | 2.287.391 | 1,70% | 129,70% | 1,20% |
| Anno 2018 (st.FMI) | 1.741.749 | 24.814 | | 2.289.030 | 2,30% | 131,40% | 1,50% |
| 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 2018 (st.OCSE) | 1.742.689 | 25.754 | | 2.262.010 | 1,60% | 129,80% | 1,50% |
| Anno 2019 (st.OCSE) | 1.765.344 | 22.655 | | 2.254.344 | 1,10% | 127,70% | 1,30% |

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

Tabella 15: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2017, stime anni successivi di DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

I fatti

- Nel 1° trim. 2018 il PIL è cresciuto dello 0,3% rispetto al trimestre precedente.
- Il PIL resta del 5,1% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2018 è +0,8%.
- La produzione industriale nel 1° trimestre 2018 è scesa dell'1,0% rispetto al trimestre precedente.
- La produzione industriale nel 1° trimestre 2017 era salita dello 0,1%.

L'analisi

Delude il PIL del I trimestre

Nel 1° trimestre del 2018 il PIL è salito dello 0,3%, valore che determina una crescita acquisita per l'intero anno dello 0,8% (per crescita acquisita si intende il risultato su base annua qualora i trimestri successivi avessero un progresso nullo).

Viene confermata quindi la tendenza positiva dell'economia, seppur deludendo nella misura: infatti, lo 0,3% di progresso raffrontato al +0,5% del 2017 appare ben poca cosa, se a questo sommiamo il fatto che l'Italia resta l'unico paese, fra i grandi europei, a non aver ancora superato i livelli pre-crisi del 1° trimestre 2008 appare in tutta la sua evidenza la fragilità del sistema economico italiano.



Figura 20: Andamento trimestrale del PIL dal 2008 al 1 Trim. 2018
(Elaborazione su dati Istat)

Siamo ancora del 5,1% al di sotto dei livelli pre-crisi

È sufficiente osservare la **Figura 20** per notare come il recupero dei livelli pre-crisi non sia affatto un obiettivo a portata di mano, mancando ancora un 5,1%, divario che a questi ritmi di crescita non potremo veder colmato prima di un triennio, quando probabilmente ci troveremo già a fare i conti con il prossimo rallentamento economico globale.

Riquadro 7

Stima PIL 2018

| 1 trim 2018 | 2 trim 2018 | 3 trim 2018 | 4 trim 2018 | Annuale |
|-------------|-------------|-------------|-------------|---------|
| | 0,6% | 0,6% | 0,6% | |
| | 0,5% | 0,5% | 0,5% | |
| | 0,4% | 0,4% | 0,4% | |
| 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 1,4% |
| | 0,2% | 0,2% | 0,2% | |
| | 0,1% | 0,1% | 0,1% | |
| | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |

Tabella 16: Stime di evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale
(Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)

Stima PIL 2018: +1,4%, in diminuzione dal +1,6% precedente.

Motivazione della revisione: variazione al 1° trimestre inferiore alle aspettative.

La stima è formulata in base a una serie di fattori, verrà rivista periodicamente e pubblicata sul sito Mazziere Research. L'aggregato che potrebbe generare i maggiori scostamenti sulla stima è la variazione dei livelli delle scorte.

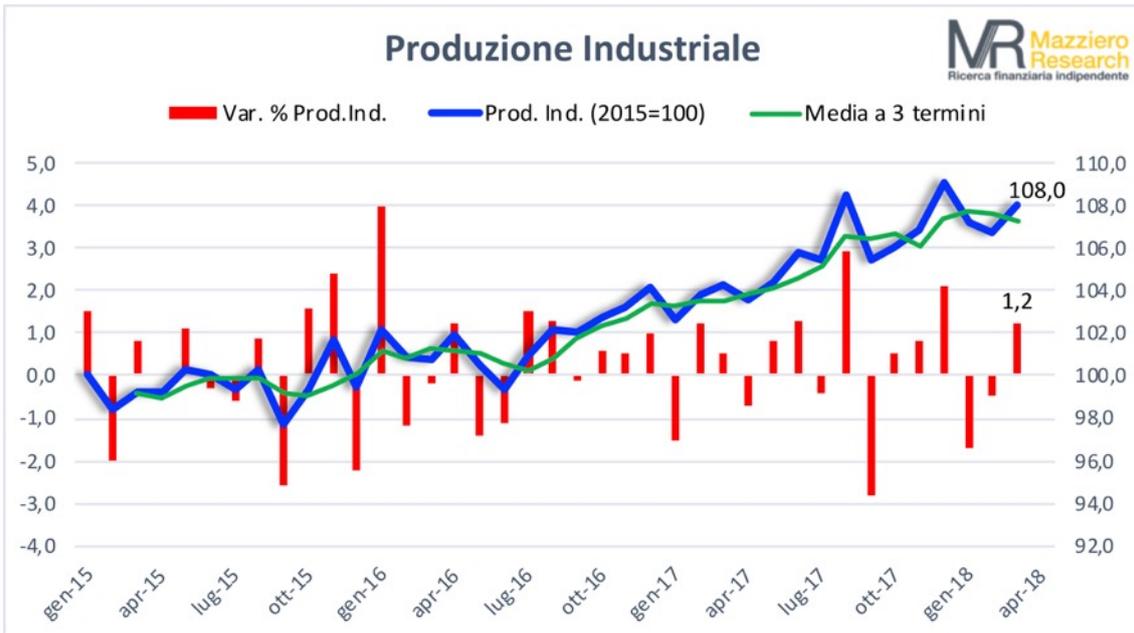


Figura 21: Produzione industriale da gennaio 2015 a marzo 2018
(Elaborazione su dati Istat)

Dati controversi della produzione industriale

Pur mantenendo una tendenza positiva, la produzione industriale (**Figura 21**) inizia a mostrare segni contrastanti, che potrebbero essere visti come indicazioni di affaticamento. Il dato congiunturale di marzo è buono, con un progresso dell'1,2% sul mese precedente, meno entusiasmante il dato del 1° trimestre che vede un arretramento dell'1,0%, nel complesso soddisfacente il dato tendenziale che vede una crescita del 4,2%, rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (*calcoli effettuati sugli indici destagionalizzati Istat*).

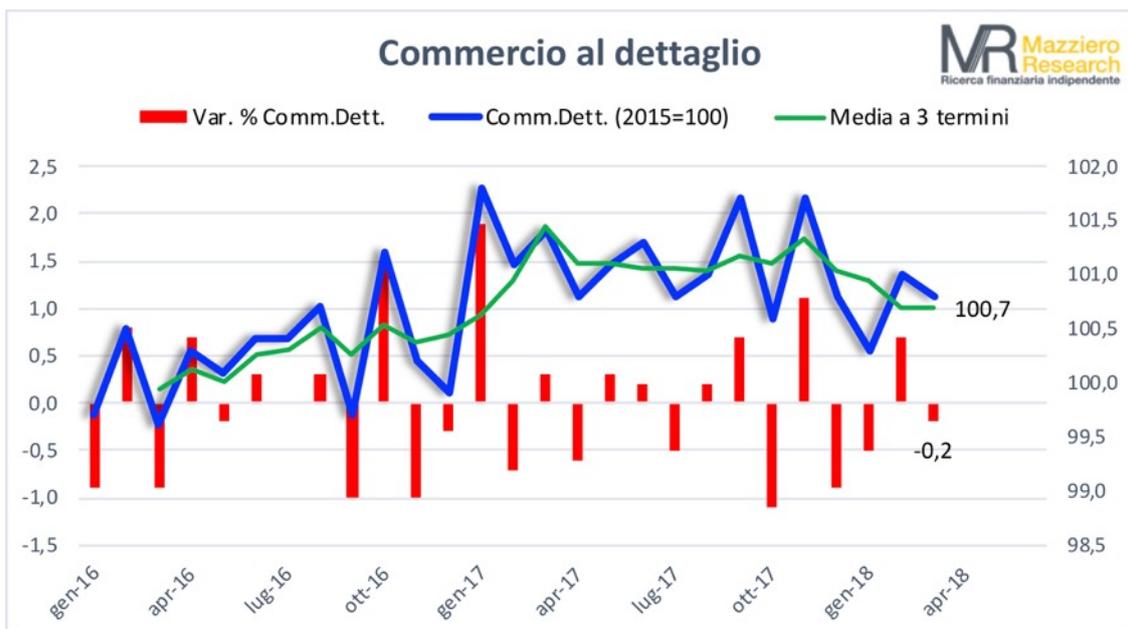


Figura 22: Commercio al dettaglio da gennaio 2016 a marzo 2018
(Elaborazione su dati Istat)

COMMERCIO AL DETTAGLIO PER GRUPPO DI PRODOTTI NON ALIMENTARI. GRADUATORIA DEI PRODOTTI SECONDO LE VARIAZIONI TENDENZIALI

Marzo 2018, dati in valore (base 2015=100)

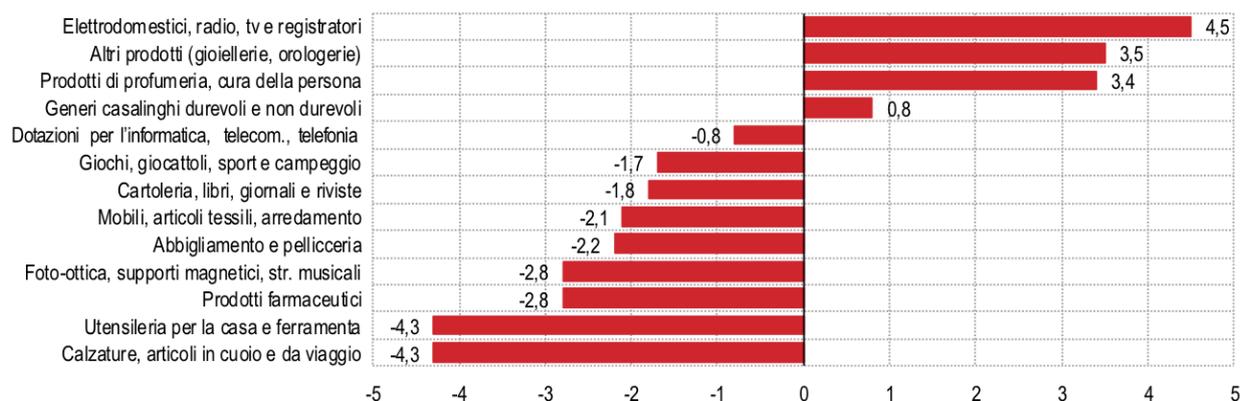


Figura 23: Commercio al dettaglio variazioni tendenziali per gruppi di prodotti no-food (Fonte: Istat)

Stenta il commercio al dettaglio

La situazione appare più problematica quando si osserva l'andamento del commercio al dettaglio (**Figura 22**): la variazione è nulla su base trimestrale, mentre risulta negativa per lo 0,6% su base tendenziale (*calcoli effettuati sugli indici destagionalizzati Istat*). La media mobile a tre termini (in colore verde) fornisce bene l'idea di un andamento piatto e leggermente calante negli ultimi mesi.

Considerando i prodotti non alimentari (**Figura 23**), la maggior parte di questi vedono una contrazione, con la sola eccezione di elettrodomestici, gioielli, cura della persona e casalinghi che si trovano in progresso.

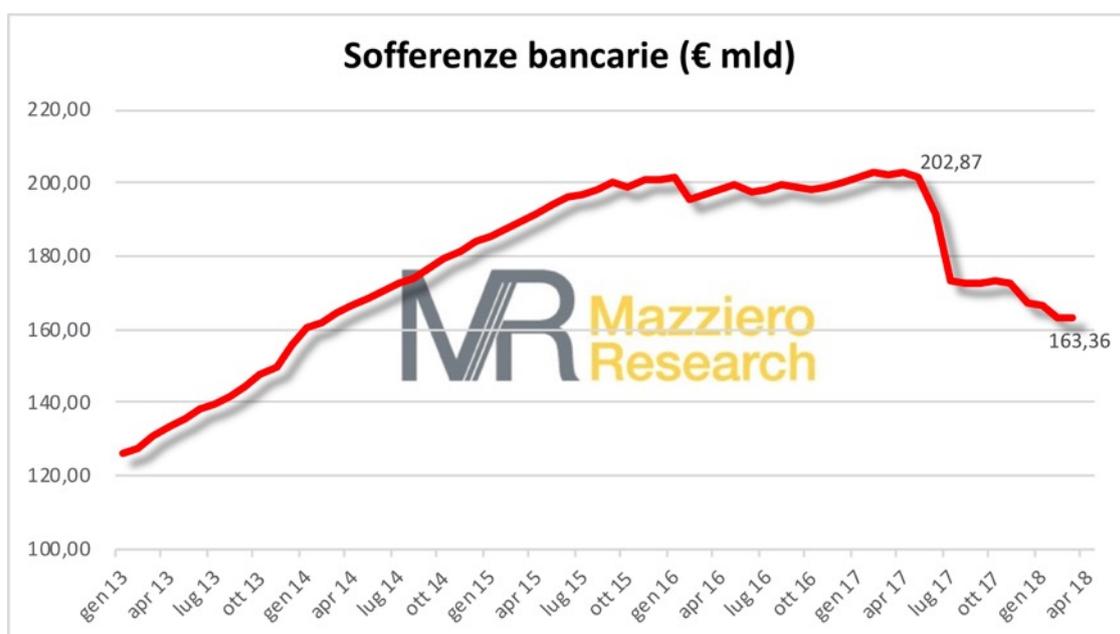


Figura 24: Sofferenze bancarie da gennaio 2013 a marzo 2018 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Le sofferenze diminuiscono, ma troppo lentamente

Le sofferenze bancarie sono ormai giunte a 163 miliardi (**Figura 24**), continuando la tendenza in diminuzione; siamo ancora di fronte a un processo lento e ben lontano dalla completa normalizzazione del settore bancario. Ne consegue che il comparto finanziario resta debole e non sempre all'altezza di fornire all'economia le risorse di cui avrebbe bisogno per accelerare la crescita.

Riquadro 8

Prodotto interno lordo (PIL, in inglese GDP)

Misura il risultato finale dell'attività produttiva di persone e imprese residenti. In Italia è calcolato mediante 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

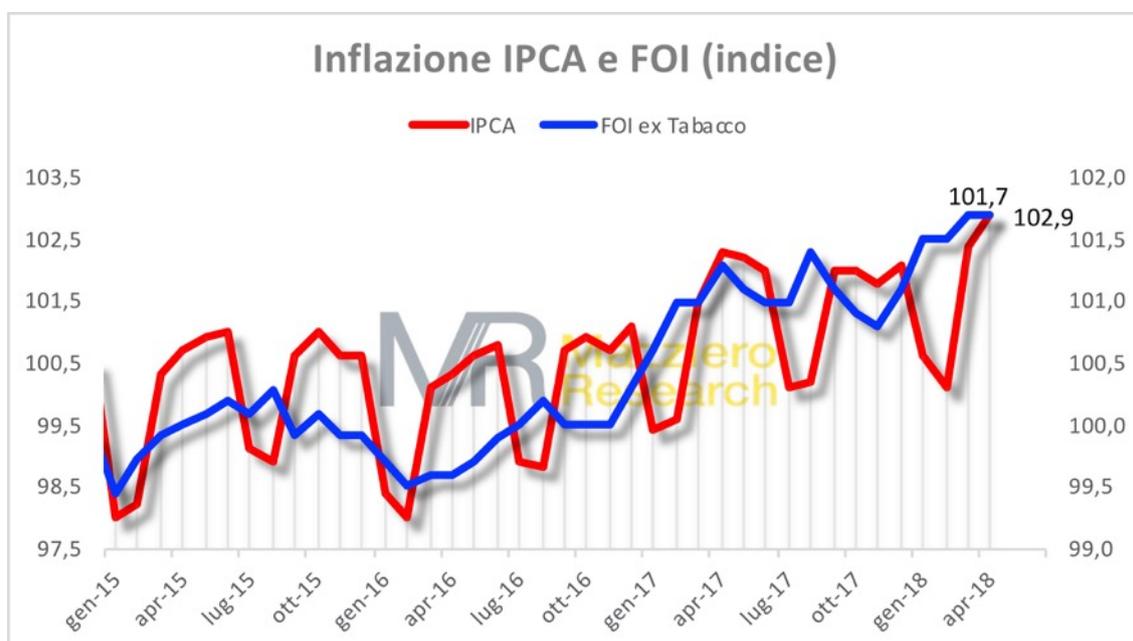


Figura 25: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2015 ad aprile 2018
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso di inflazione annua IPCA ad aprile è pari al +0,6%.
- Il tasso di inflazione annua FOI ad aprile è pari al +0,4%.
- Il tasso di inflazione annua NIC ad aprile è pari al +0,5%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2018 è pari al +0,7%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 102,9.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 101,7.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 101,9.

L'analisi

Inflazione pressoché scomparsa

Se si osservano gli indici IPCA e FOI (valore cumulativo) nella **Figura 25** notiamo che l'andamento delle curve si mantiene con una modesta inclinazione positiva; mentre l'indice NIC riportato nella **Figura 26**, che presenta il valore della variazione tendenziale, ci mostra come le pressioni inflazioniste che si erano manifestate nella prima parte del 2017 siano in costante diminuzione.

Quindi possiamo affermare che pur essendovi un lieve grado di inflazione di fondo, si presenta in progressiva diminuzione.

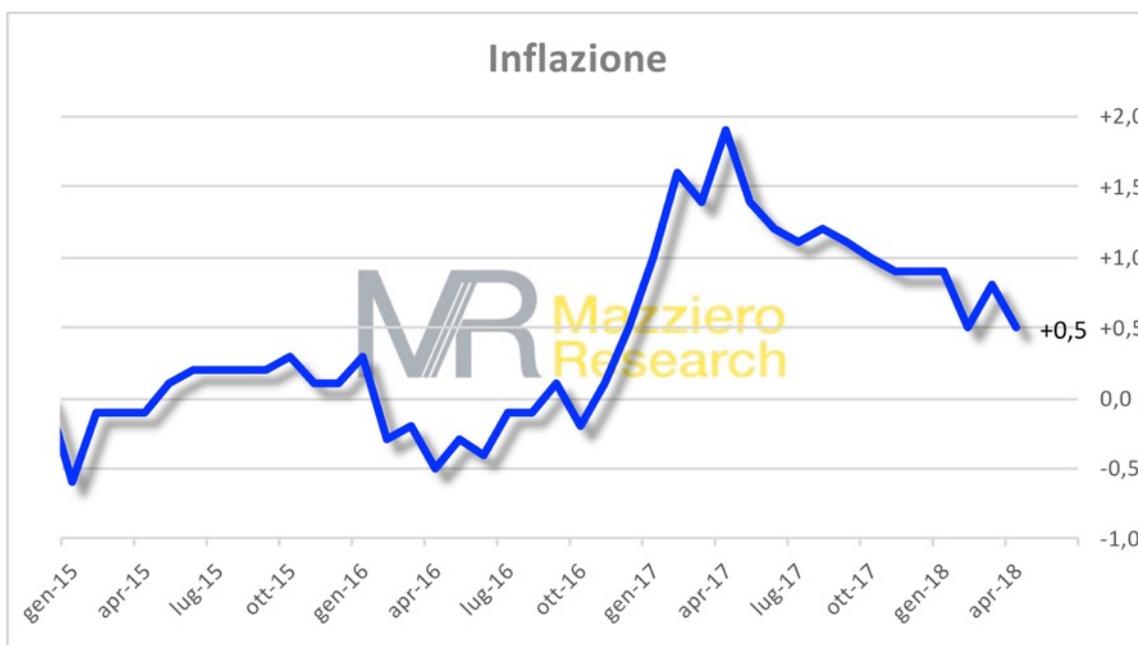


Figura 26: Valori di inflazione dell'indice NIC
(Elaborazione su dati Istat)

Ma non è così quando si considerano i singoli beni

Questo è quanto appare negli indici generali, ma può essere utile osservare in che modo questi evolvono sotto le spinte delle singole voci di spesa. Nella **Figura 27** possiamo notare che le bevande alcoliche sono aumentate del 3,0% su base annua, mentre tutte le altre voci non superano il 2%. La voce relative ai trasporti, che nel 2017 era risultata la responsabile insieme alle utenze domestiche dei maggiori aumenti, vede un incremento dello 0,4%, mentre la spesa per bollette risulta piatta.

È presente anche un contributo negativo all'inflazione, che determina quindi un calmieramento dell'indice generale; si tratta delle spese per l'istruzione, con una diminuzione del 16,2%, e delle spese per comunicazioni, con una riduzione del 2%.

In particolare, il marcato calo delle spese per l'istruzione risente sia della riduzione della spesa per l'acquisto dei beni relativi, sia della marcata flessione dei prezzi registrata nell'ultimo trimestre del 2017. Tutti questi elementi concorrono con la modifica della struttura di ponderazione dell'indice NIC in cui la spesa per istruzione passa dall'1,21% allo 0,98%, con un calo dello 0,23%; ricordiamo che all'inizio di ogni anno l'Istat rivede il paniere di calcolo dei prezzi al consumo (si veda al riguardo anche il precedente Osservatorio).

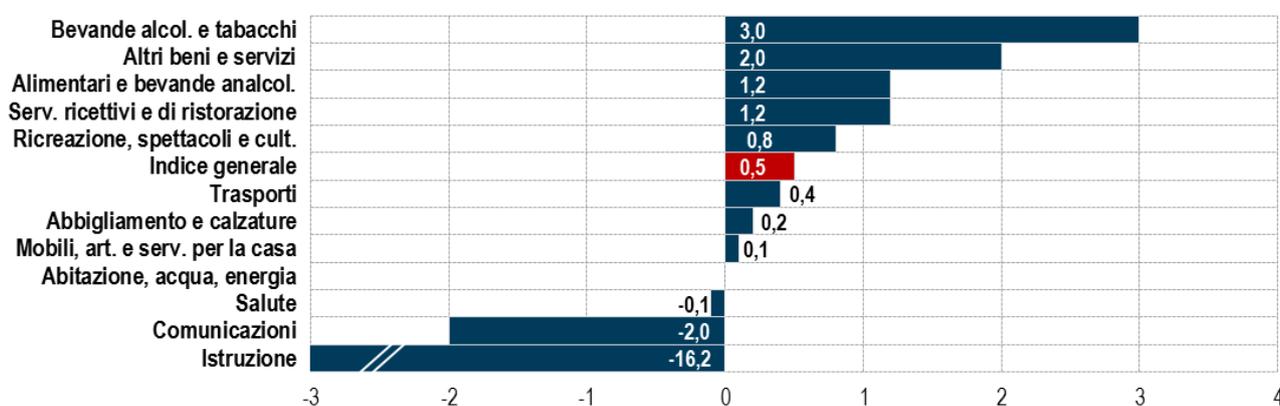
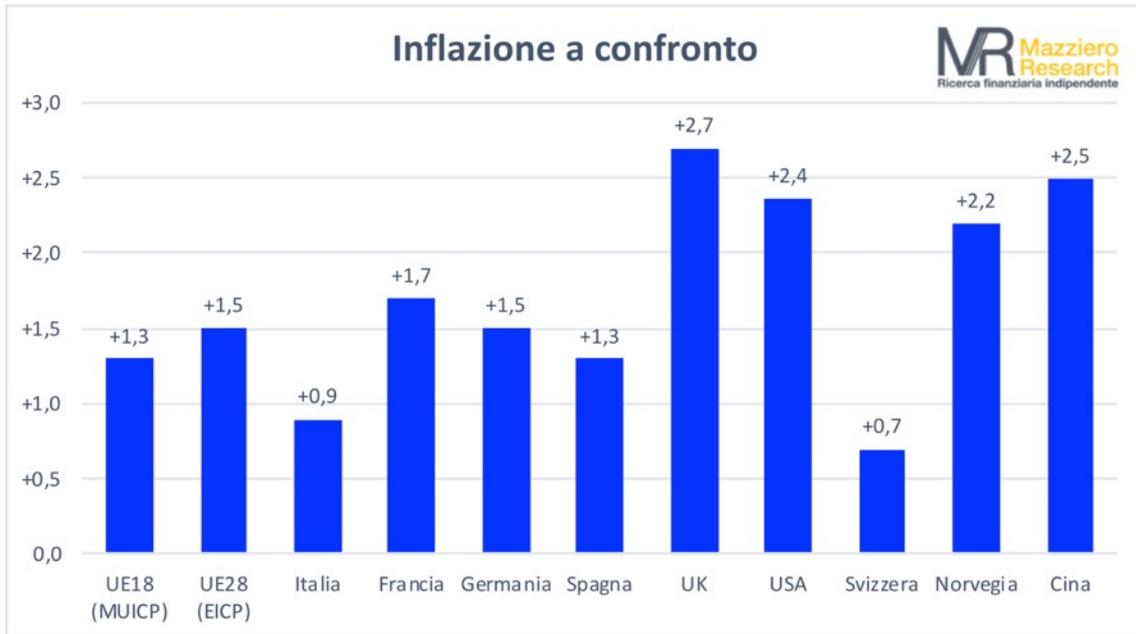


Figura 27: Variazioni annue indice NIC per divisione di spesa
(Fonte Istat)



*Figura 28: Inflazione nei vari Paesi a marzo 2018
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Il confronto internazionale

Nella **Figura 28** è possibile notare che la bassa inflazione è un fenomeno principalmente europeo e riguarda la zona euro e la Svizzera. Per l'Eurozona è attribuibile alla forza della valuta, attualmente in parziale indebolimento, mentre per la Confederazione Elvetica rappresenta una condizione usuale oltre alla mediocre forza del franco. Non è così per il Regno Unito in cui la debolezza della sterlina, in parziale miglioramento, spinge l'inflazione a valori vicini al 3%.

La debolezza del dollaro oltre alla piena occupazione, con salari in aumento, è invece alla base di un'inflazione al 2,4%.

Riquadro 9

Inflazione acquisita

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

FOI (ex tabacchi)

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

NIC

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

IPCA

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

La disoccupazione



Figura 29: Disoccupazione in Italia da gennaio 2015 a marzo 2018
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 11,0% a marzo 2018; minimo 10,8% a dicembre 2017.
31,7% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni;
minimo 31,5% a gennaio 2018.
- Tasso di occupazione: 58,3% della popolazione tra 15 e 64 anni;
massimo 58,4% a novembre 2017
- Tasso di inattività: 34,8% della popolazione tra 15 e 64 anni; minimo a 5 anni.
- Tasso di mancata occupazione: 20,1% nel 4 trim.2017;
record storico 23,7% nel 1 trim.2015;
- Cassa integrazione: da gennaio a marzo 2018 autorizzate 62 milioni di ore;
nello stesso periodo 2017 furono autorizzate 102 milioni di ore.

L'analisi

Disoccupazione si mantiene intorno all'11%.

Ormai da tempo la **disoccupazione** (linea rossa, **Figura 29**), si mantiene abbastanza stabile intorno all'11%; le sue oscillazioni al rialzo o al ribasso corrispondono a variazioni opposte del **tasso di inattività** (linea blu, **Figura 30**). Questo significa che se badiamo ai valori percentuali non vi sono grandi variazioni.

In termini assoluti possiamo constatare un aumento su base annua di 190 mila occupati, una riduzione di 118 mila disoccupati e un calo di 150 mila inattivi. I 190 mila occupati sono formati da 271 mila dipendenti e da un calo di 81 mila indipendenti; fra i dipendenti si può osservare un aumento di 323 mila impieghi a termine e un calo di 51 mila posti a carattere permanente.



Figura 30: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2015 a marzo 2018 (Elaborazione su dati Istat)

Si conferma quindi quella tendenza che abbiamo già rilevato in passato, in cui i posti che si creano sono principalmente a tempo determinato. Dobbiamo inoltre rilevare che su base congiunturale, sembra riprendersi il lavoro indipendente, con un aumento di 56 mila unità, a fronte di un aumento di 8 mila unità a termine e un calo di 2 mila a tempo indeterminato.

Stabile il tasso di mancata occupazione

Il **tasso di mancata occupazione** (Figura 31), quella misura che comprende anche quanti pur essendo disponibili a lavorare non lo cercano, resta pressoché invariato nel secondo semestre del 2017. Un andamento che sembra ripetere la tendenza degli ultimi mesi del 2016 e che quindi ci farebbe ben sperare per un calo nel primo trimestre del 2018, i cui dati non sono ancora disponibili.

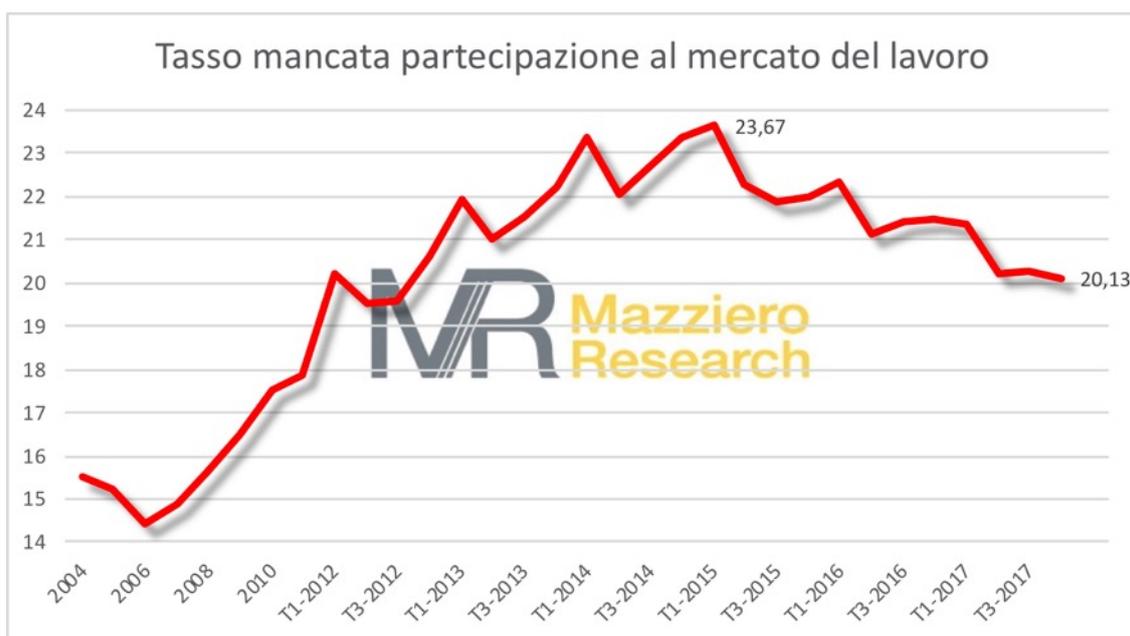


Figura 31: Tasso di mancata partecipazione dal 2004 al 4 trim 2017 (Elaborazione su dati: Istat)

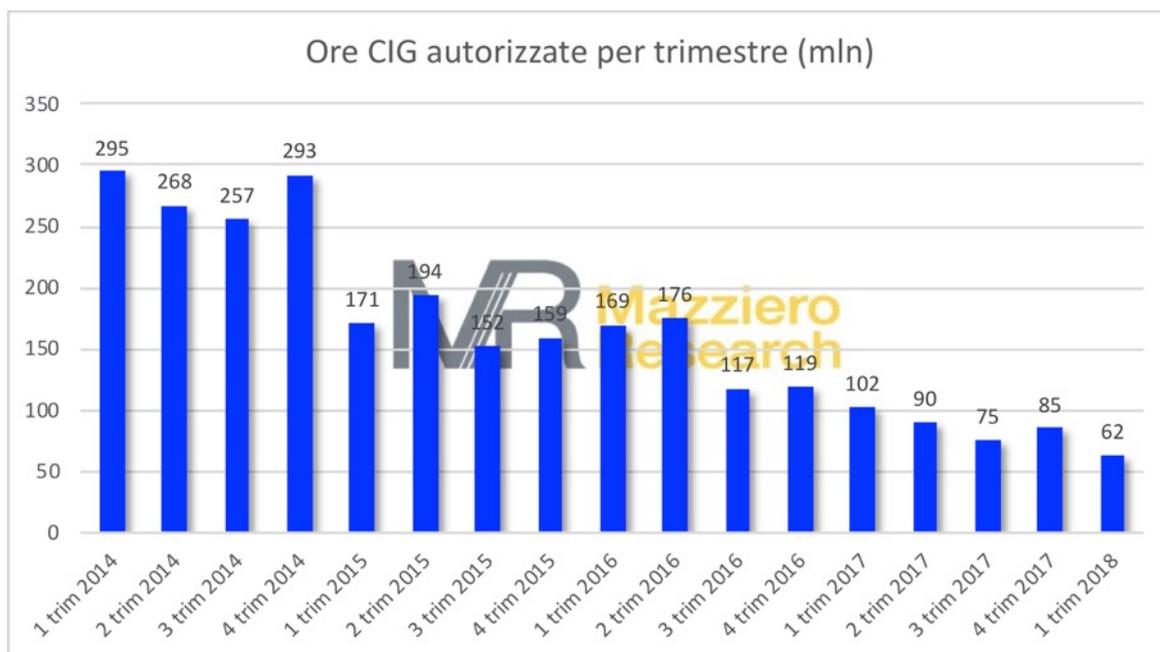


Figura 32: Ore di cassa integrazione annue autorizzate dal 2014 a marzo 2018 (Elaborazione su dati Inps)

Continua a scendere la disoccupazione giovanile

Pur con qualche indecisione negli ultimi mesi, continua la discesa della disoccupazione dei giovani tra i 15 e i 24 anni che si sta riducendo con un tasso superiore a quello della disoccupazione generale.

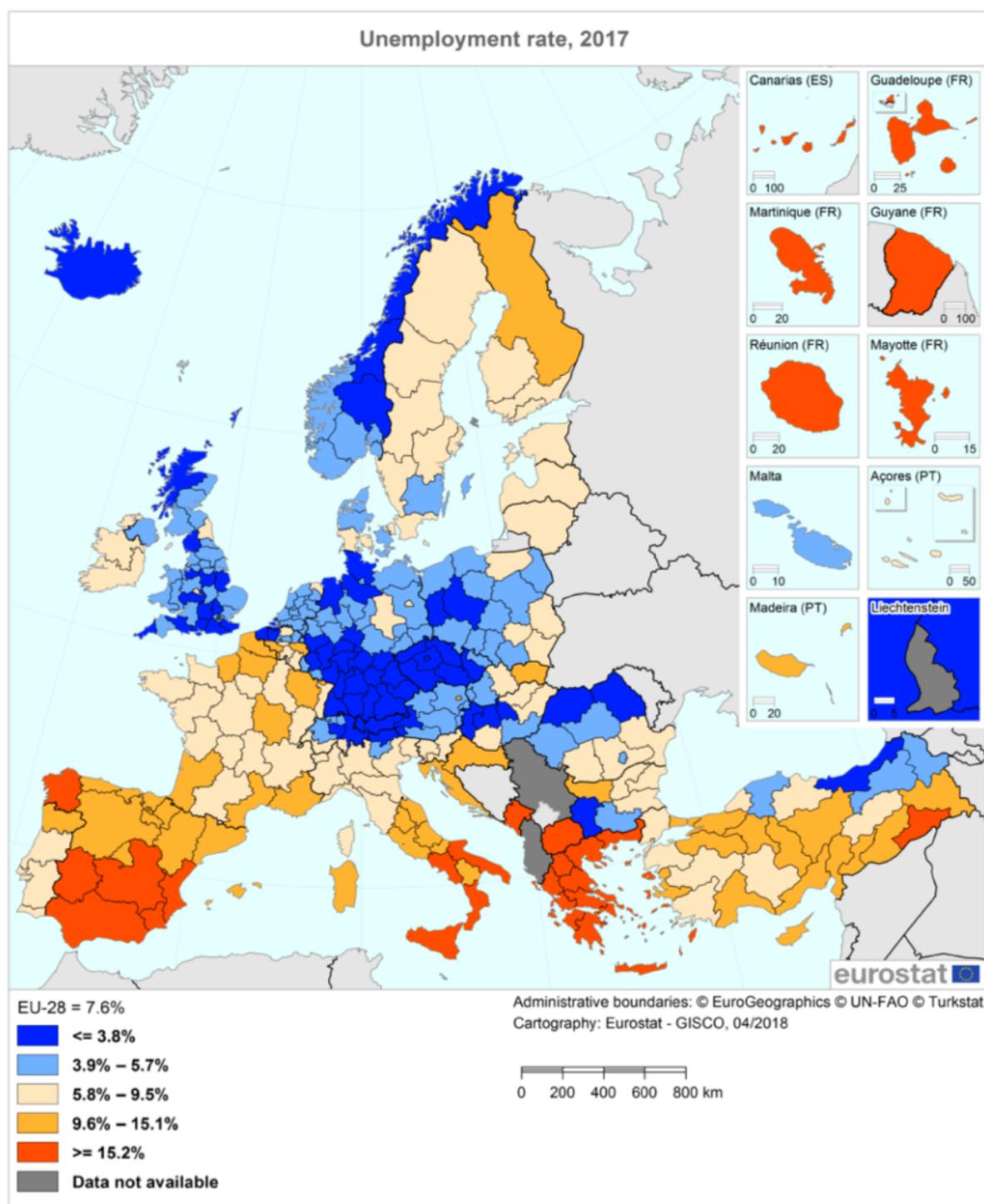
La tendenza si scorge in modo evidente osservando la linea blu della **Figura 29**, con un valore di 31,7%, di poco superiore al minimo di 31,5% segnato a gennaio.

Occorre anche considerare che il fenomeno della disoccupazione giovanile tende ad affievolirsi anche per questioni demografiche, infatti i giovani che superando i 24 anni passano allo scaglione di età successivo sono più numerosi di quelli che vi entrano. Possiamo infatti constatare che a marzo 2017 la somma fra occupati, disoccupati e inattivi era di 5 milioni e 886 mila, un anno dopo a marzo 2018 questa somma era di 5 milioni e 859 mila con una riduzione di 27 mila unità.

Sempre meno il ricorso alla Cassa Integrazione

Tende a rientrare a livelli fisiologici il ricorso alla Cassa Integrazione, come appare evidente nella **Figura 32**: le ore autorizzate nel primo trimestre del 2018 sono state pari a 62 milioni, e se raffrontate ai 102 milioni di ore del 2017 o ai 169 milioni del 2016 rendono bene l'idea del trend di normalizzazione in atto.

Italia spaccata in tre in tema di occupazione



*Figura 33: Tasso di disoccupazione nel 2017 per regione europea
(Fonte: Eurostat)*

Eurostat ha pubblicato un confronto del tasso di disoccupazione nelle regioni europee, come è possibile osservare dalla **Figura 33** la mappa mostra con diverse colorazioni questo dato, in base ai valori riportati nella legenda.

Continua alla pagina successiva

Focalizzandoci sul nostro paese, possiamo notare come si presenti diviso in tre zone principali e una minore:

- **Nord e Centro sino alla Toscana.** Disoccupazione compresa tra 5,8 e 9,5%; questo valore equivale ad ampie zone della Francia, Irlanda, Svezia, Finlandia meridionale e Portogallo centro-meridionale.
- **Centro, con Sardegna e Basilicata.** Disoccupazione compresa tra 9,6 e 15,1%; questo valore equivale a residuali zone della Francia, Croazia, Spagna settentrionale, Finlandia settentrionale e ampie zone della Turchia.
- **Sud, con Sicilia.** Disoccupazione superiore al 15,2%; questo valore equivale a Grecia, Spagna meridionale, territori francesi d'oltremare.
- **Trentino Alto Adige.** Disoccupazione compresa tra 3,9 e 5,7%, con la Provincia di Bolzano a valori inferiori al 3,8%; i valori sono simili a quelli delle regioni del Centro Europa, principalmente Regno Unito, Olanda, Germania, Polonia, Repubblica Ceca, Austria, Slovacchia e Ungheria.

Il record di minore disoccupazione in Europa è relativo alla regione di Praga, pari all'1,7%, condizione di più che piena occupazione; mentre a Dytiki Makedonia in Grecia si raggiunge la punta maggiore a 29,1%.

Dal punto di vista della disoccupazione giovanile, troviamo in testa alla classifica ancora una volta la regione di Praga insieme all'Oberbayern in Germania, con un valore del 3,8%, mentre in fondo alla classifica troviamo Melilla in Spagna al 62,7%; quinta la **Calabria** con un 55,6%, settima la **Campania**, con 54,7%, e decima la **Sicilia**, con il 52,9%.

Fra le regioni che spiccano nelle statistiche troviamo anche il **Molise**, che si aggiudica il nono posto nella percentuale di persone che nel 2017 erano disoccupate da oltre un anno: il 72,8%, una decina di punti percentuali in meno rispetto all'arcipelago francese di Mayotte, primo in classifica con l'83,8%.

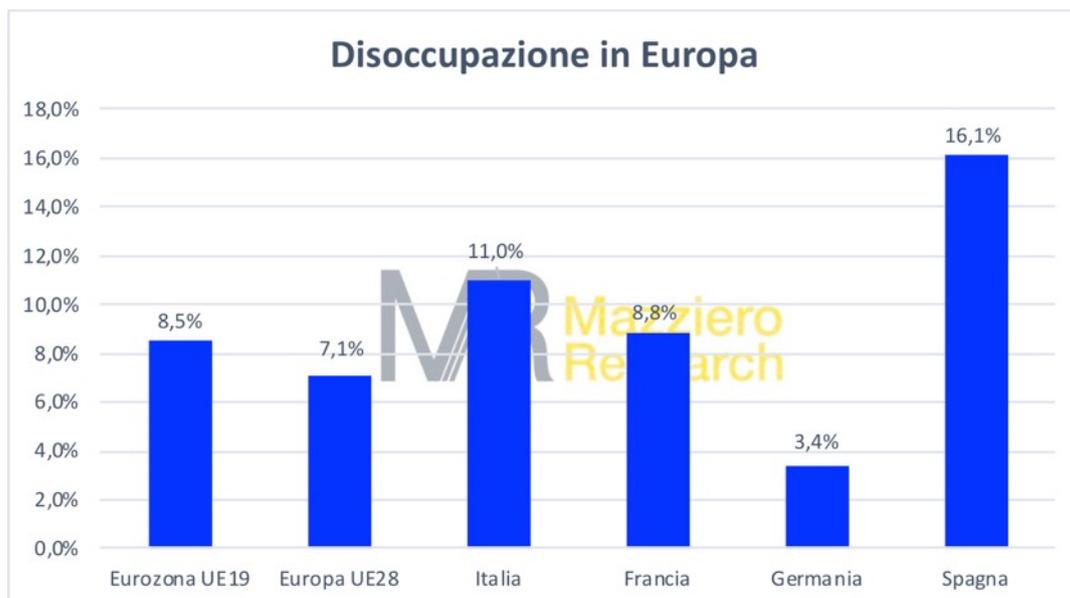
Cuneo fiscale: Italia al terzo posto fra i paesi Ocse

L'Ocse ha recentemente pubblicato la periodica indagine sulla tassazione delle retribuzioni, riportando un interessante confronto sull'entità del cuneo fiscale. *Per **cuneo fiscale** si intende la differenza media tra il costo del lavoro dei dipendenti e l'importo netto della retribuzione percepita. Detto in altri termini, il cuneo fiscale corrisponde alla somma percentuale degli importi relativi alla tassazione sul reddito, ai contributi sociali versati dal dipendente e dal datore di lavoro, oltre a ogni ulteriore onere fiscale, meno i bonus percepiti.* Naturalmente questi carichi potrebbero variare quando allo stipendio del singolo dipendente si associano eventuali benefici in funzione della composizione del gruppo familiare.

Dalla ricerca sulla globalità dei Paesi Ocse è risultato che nel 2017 il cuneo fiscale ha pesato sui lavoratori italiani per il 47,7%; **l'Italia risulta il terzo paese per ampiezza del cuneo fiscale**, dopo il Belgio al 53,7% e la Germania al 49,7%, in quarta e quinta posizione a un soffio da noi si trovano la Francia al 47,6% e l'Austria al 47,4%.

Nella parte bassa della classifica troviamo il Cile al 7%, la Nuova Zelanda al 18,1%, il Messico al 20,4%, la Svizzera al 21,8% e Israele al 22,1%; la media Ocse è al 35,9%.

Ovviamente la dimensione del cuneo fiscale dipende non solo dal peso della tassazione dei redditi, ma anche dalla dimensione dei contributi sociali e dalle prestazioni che questi vanno a finanziare; è noto infatti che gli stati con la minore percentuale di cuneo fiscale possiedono un sistema pensionistico pubblico estremamente limitato, quando non inesistente.



*Figura 34: Disoccupazione in Europa a marzo 2018
(Elaborazione su dati Eurostat)*

In Europa le differenze si riducono

Pur restando in Europa ancora apprezzabili differenze, queste si riducono di entità come si può osservare dalla **Figura 34**. La Francia si mantiene sulla media dell'Eurozona, mentre la Spagna continua la sua tendenza di diminuzione della disoccupazione, pur mantenendosi a livelli elevati.

L'Italia resta un paio di punti percentuali al di sopra della Francia, mentre la Germania continua a ridurre la disoccupazione interna e si può considerare ormai da tempo una nazione in piena occupazione.

Riquadro 11

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

Il racconto di due debitori

(Il commento)
di *Andrew Lawford, CFA*

È a partire dal mese di maggio 2010 che la Grecia riceve assistenza per affrontare le proprie vicissitudini economiche. Sono passati 8 anni, così tanto tempo che nessuno si ricorda bene i vari passaggi che hanno portato questa nazione dalla crisi più buia alla situazione attuale. Ciò che si intende per “situazione attuale” si può riassumere come segue: il prossimo 20 agosto finirà l'attuale programma di supporto economico da parte della zona Euro e il FMI (la famosa Troika). Quindi, il salvataggio della Grecia è giunto al termine? Non esattamente, soprattutto considerando che il rapporto debito/Pil della nazione rimane intorno a 180%.

Quindi il 20 agosto sarà il giorno in cui i creditori dovranno fare i conti (di nuovo) con un debitore del tutto insolvente, e il tema principale sarà quanto concedere alla Grecia in termini di ristrutturazione del debito. Il tema della ristrutturazione è di primaria importanza per il FMI, che per principio non offre supporto a salvataggi che ritiene insostenibili. L'insostenibilità per la Grecia del suo pesante debito è piuttosto chiara, mentre altrettanto si può dire per la mancanza di volontà politica nella maggior parte delle nazioni creditrici della zona Euro di concedere una riduzione del debito vera e propria alla Grecia. Da questi due atteggiamenti contrastanti nasce l'idea di una ristrutturazione “dinamica” del debito, che prevedrà un meccanismo con il quale la Grecia pagherà di meno in momenti in cui l'economia va male e di più in momenti in cui l'economia si riprende. Tuttavia, i dettagli di questo accordo

sono ancora in via di definizione e non si è sicuri di ottenere il benessere del FMI. Inoltre, non è certo che si tratterà di un meccanismo che ha delle regole certe, perché alcune nazioni, come la Germania, pretendono un'approvazione annuale del proprio parlamento, che potrebbe quindi aprire la strada a cambiamenti di posizione nel corso degli anni.

Andando più nel dettaglio dell'accordo potenziale per la ristrutturazione dinamica del debito pubblico greco, si scopre che il risultato sarà comunque la continuazione di una situazione insostenibile; l'elaborazione del FMI (si veda la **Figura 1**) indica l'evoluzione del rapporto debito/Pil prevista nel corso degli anni.

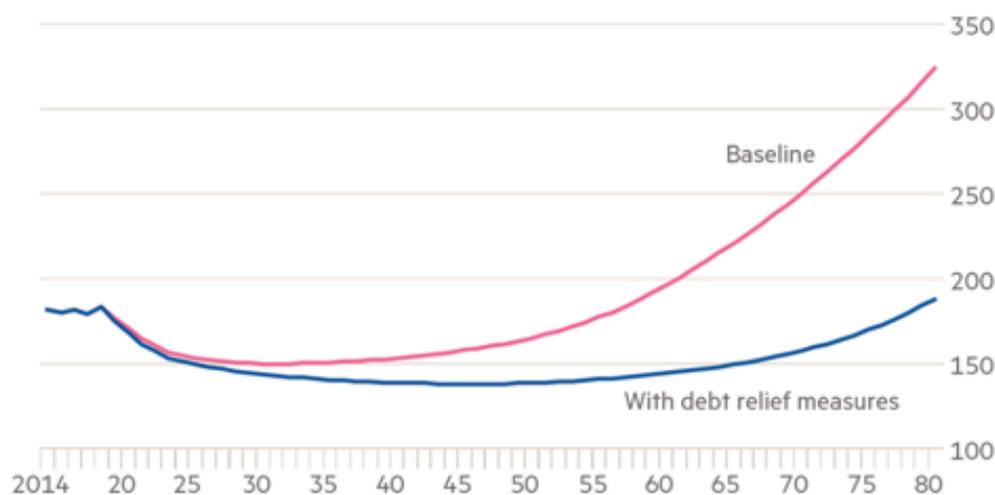


Figura 1: Andamento Rapporto Debito/Pil in Grecia con e senza la ristrutturazione debiti
Fonte: Fondo Monetario Internazionale

La cosa incredibile dell'elaborazione FMI non è tanto la situazione “baseline”, ovvero lo status quo, bensì la situazione con la ristrutturazione del debito. Nonostante le concessioni previste dal FMI, la Grecia si troverà nella medesima situazione tra un paio di generazioni. Certo che le previsioni di lungo termine non possono essere particolarmente attendibili, ma ciò che stupisce è che si vuole comunque sponsorizzare una “soluzione” che, di fatto, non lo è se le previsioni su cui è basata si verificano. Inoltre, siccome capita spesso che le previsioni risultino troppo ottimiste, non ci sarebbe da stupirsi se la situazione greca diventasse ancora peggio di quanto previsto. L'unico motivo estremamente cinico che fa pensare che un accordo di questo genere

possa essere approvato sia dai creditori che dalla Grecia è che tutte le persone attualmente coinvolte nelle trattative saranno passate a miglior vita quando si giunge al termine del periodo coperto dalle previsioni.

Nello stesso momento in cui si sta considerando il futuro del debitore più difficile nella zona Euro, si hanno dei segni esattamente opposti per una nazione ritenuta tra le più virtuose, ovvero la Germania. La legge finanziaria proposta dal nuovo ministro delle finanze tedesco, Olaf Scholz, prevede un surplus per il periodo 2019 - 2022 e addirittura una riduzione del rapporto debito pubblico/Pil entro i limiti previsti dal Trattato di Maastricht (ovvero un rapporto del 60% tra debito e Pil) a partire dal 2019. L'osservazione incredula dell'economista Wolfgang Münchau era che, se si dovesse continuare così, con il passare del tempo non esisterebbe più il concetto di debito pubblico in Germania. Sarebbe un bene o un male, questo avvenimento? Se, banalmente, consideriamo un debito pubblico nello stesso modo in cui consideriamo un mutuo ipotecario per un individuo, il giorno in cui venisse estinto sarebbe veramente un'occasione per festeggiare. E se, come nel caso della Norvegia (una delle principali nazioni creditrici nel mondo), servissero dei titoli di stato per permettere ai mercati finanziari della nazione di funzionare in maniera regolare, si potrebbero comunque emettere, senza compromettere la solidità dell'emittente. Ci sono tanti esempi di emissioni obbligazionarie da parte di aziende che potrebbero farne a meno, ma per la buona gestione della tesoreria vengono utilizzate ugualmente.

Avere la Germania che da il buon esempio al resto della zona Euro è sicuramente difficile per le nazioni che fanno fatica a seguirla, ma comunque rimane un fattore positivo. Il vero discorso di fondo è se possa avere senso che due nazioni così diverse tra loro (che cosa hanno in comune i Greci con i Tedeschi in fin dei conti?) condividano una valuta. Non dimentichiamoci, inoltre, che il 2018 segnerà la fine del mandato di Draghi alla BCE e il prossimo governatore potrebbe non essere così disposto a fare "*whatever it takes*" per tenere insieme la zona Euro.

Moltiplicatore e investimenti. L'ossimoro del keynesismo imprenditoriale.

*(Note economiche)
di Gabriele Serafini¹*

1. Introduzione.

Con le recenti tendenze politiche, si è alimentato nuovamente il dibattito a proposito della soglia del 3% del rapporto Deficit/PIL. Secondo gli orientamenti delle forze politiche che hanno aumentato significativamente il consenso nelle ultime elezioni nazionali di marzo, non ci dovremmo curare troppo di questa soglia e potremmo anzi spingere verso un suo superamento. In questo intervento vogliamo allora ripuntare l'attenzione su una delle condizioni alla base delle ragioni economiche che spinsero il famosissimo economista John Maynard Keynes, negli anni trenta del secolo scorso, a sostenere la necessità dell'intervento pubblico in economia e che esso si sarebbe potuto realizzare, appunto, in deficit senza risultare in un debito pubblico crescente. Nei prossimi paragrafi, prima spieghiamo questo meccanismo, noto come "moltiplicatore della spesa pubblica", e poi evidenziamo il rischio concreto che una conoscenza limitata o distorta di questo meccanismo possa dar luogo a provvedimenti economici in grado solo di peggiorare la situazione economica del nostro Paese.

¹ Ringrazio mia moglie Roberta per la particolare revisione dei miei articoli, che stavolta è stata più approfondita del solito, e che mi permette di ridurre le difficoltà espositive che caratterizzano sempre i miei lavori e che senza il suo intervento sarebbero di gran lunga superiori.

2. Il meccanismo alla base del moltiplicatore

La possibilità che un deficit del bilancio statale generi crescita economica che permetta di ripagare in futuro il deficit stesso, riguarda, come detto, l'effetto economico del cosiddetto moltiplicatore della spesa pubblica.

Il meccanismo alla base del suo funzionamento può essere riassunto in questo modo: lo Stato può spendere denaro pubblico in deficit, facendosi finanziare dai privati emettendo debito pubblico, perché la crescita dell'economia che deriverà da questa spesa aggiuntiva (misurata ad esempio dalla variazione del PIL), sarà multipla rispetto alla spesa realizzata in deficit, e il gettito fiscale derivato da questo PIL aggiuntivo permetterà di rimborsare agli investitori i soldi prestati, compresi gli interessi.

Dovendo spiegare come sia possibile che questo effetto moltiplicativo possa accadere, e semplificando molto, possiamo dire che se lo Stato spende aggiuntivamente 100, fornendo ad esempio stipendi, e coloro i quali percepiscono quest'importo ne spendono, ad esempio, l'80%, le imprese *sarebbero* stimolate a investire per produrre questi 80 aggiuntivi, assumendo altre persone che percepiranno ulteriori redditi. Così, se l'80% di questi altri redditi (pari a 64) viene a sua volta speso in consumi aggiuntivi, le imprese procederanno ad assumere ulteriormente per produrre queste nuove merci da vendere, e così via fino ad ottenere negli anni un effetto moltiplicativo della crescita del PIL ($100+80+64+\dots$), rispetto alla spesa iniziale in deficit (che era pari a 100).

Ebbene, negli anni passati fiumi di inchiostro e migliaia di stime econometriche, con risultati contrapposti, sono state elaborate e pubblicate per indicare se e quanto questa ipotesi possa essere effettivamente praticabile ai giorni nostri. Non saremo quindi noi in questa sede ad aggiungere una ulteriore ipotesi.

Ciò che vogliamo invece chiarire, riguarda un elemento fondamentale alla base della possibilità di funzionamento del meccanismo, indipendentemente dal fatto che esso poi si possa effettivamente realizzare.

Il modello del moltiplicatore, indica chiaramente che esso si attuerebbe partendo dalla spesa realizzata, che stimolerebbe gli imprenditori ad investire. Questo, sulla base dell'ipotesi che le imprese investano in funzione delle attese

di guadagno derivanti da quella spesa ed ovviamente che vi siano lavoratori da assumere e altre risorse da impiegare.

Ciò significa che, per potersi (eventualmente) realizzare il fenomeno moltiplicativo, ci deve essere una spesa statale indirizzata direttamente verso redditi aggiuntivi dei consumatori, oppure verso merci da acquistare, stimolando per questa via le imprese a produrre in vista di una vendita remunerativa.

Non è cioè sufficiente avere una spesa in deficit affinché questo deficit produca una crescita economica. È invece necessario che questo deficit sia causato da una spesa diretta da parte dello Stato. Spieghiamoci meglio.

3. Deficit e occupazione aggiuntiva

Il *deficit* è solo una condizione contabile, mentre la possibilità che esso sia ripagato dalle imposte prelevate sul reddito prodotto in misura multipla rispetto ad esso, dipende dal verificarsi del passo successivo, che è dato dalla spesa *aggiuntiva*. Le stime econometriche e le varie ipotesi che forniscono risultati a volte a favore ed a volte contrari alla possibilità che questo si realizzi, non mettono comunque in dubbio che questo sia il meccanismo. La controversia riguarda il suo realizzarsi in misura quantitativamente adeguata, ossia che il moltiplicatore si realizzi o meno. Ciò che invece non è in dubbio è il legame sequenziale delle variabili coinvolte: dalla spesa in deficit, come condizione contabile, si passa alla qualificazione di spesa aggiuntiva che deve avvenire in consumi; questi consumi stimolano le imprese a investire, quindi ad assumere lavoratori, quindi a erogare redditi aggiuntivi, che i lavoratori/consumatori procederanno di nuovo a spendere in parte, e così via. Le ipotesi di cui spesso i politici discorrono, invece, partono sì dal deficit ma non proseguono chiaramente con l'indicare dove sarebbe rivolta questa spesa in deficit. Sia essa ipoteticamente efficace o meno, di sicuro essa dovrebbe essere rivolta ai redditi dei consumatori oppure direttamente ad una spesa per acquistare prodotti delle imprese. Questo non è così banale, perché significa che essa non dovrebbe essere rivolta verso una riduzione delle imposte per le imprese; in nessuna forma.

La riduzione delle imposte per le imprese non è infatti equivalente, per il sistema economico complessivo, ad un aumento dei loro ricavi. Questo perché

affinché il moltiplicatore possa funzionare, le imprese devono avere una attesa di reddito *aggiuntivo* e non solamente una attesa di minori costi a parità di ricavi.

Il meccanismo del moltiplicatore, cioè, assume che le imprese non siano da sole in grado di coordinare i fattori produttivi esistenti e che siano però stimolate a farlo dalla spesa statale aggiuntiva. Il meccanismo non ritiene che le imprese non investano e non assumano lavoratori perché guadagnano poco ma che non investono in quanto non si attendono una domanda per la loro produzione aggiuntiva, che quindi non procedono a realizzare.

Pertanto, se, al contrario, le imprese sono favorite dalla spesa statale in deficit mediante una decontribuzione o una riduzione di imposte, non si attua una manovra che punta sul ruolo del moltiplicatore, indipendentemente poi dalla possibilità reale che la crescita economica sia realizzabile tramite questa via.

4. Il ruolo delle imprese secondo il moltiplicatore

La spesa in deficit finalizzata alla crescita economica, implica uno stimolo agli investimenti delle imprese, perché assume che le imprese da sole non procedano a investire e che quindi stiano ferme ai livelli produttivi esistenti. Il modello del moltiplicatore, assume che ci sia una certa disoccupazione dei fattori produttivi – lavoratori, materie prime, risorse in generale - e che le imprese non siano in grado di coordinare assieme questi fattori.

Per questo un aumento dei guadagni delle imprese che non derivi da investimenti, bensì da una diminuzione delle imposte, non è una strategia connessa con il meccanismo del moltiplicatore della spesa pubblica in deficit che sia in grado di ripagarsi. Il deficit, infatti, si ripaga solo se le imprese realizzano investimenti in quanto stimolate dalle prospettive di guadagno create da quella spesa aggiuntiva. Questo significa che, senza intervento aggiuntivo pubblico, i redditi pagati dalle imprese ai lavoratori non sono sufficienti a far scaturire un livello di consumi in grado di occupare tutte le risorse disponibili. La spesa pubblica in deficit – sempre a patto che si ritenga che essa sia poi efficace - non può quindi essere rivolta direttamente a finanziare le imprese. Può essere rivolta a questo solo *indirettamente*, mentre l'effetto *diretto* deve essere rivolto alla spesa per acquisti aggiuntivi di merci ancora da produrre.

Non è quindi possibile sostenere una sorta di *keynesismo imprenditoriale*, ossia una spesa direttamente a favore delle imprese, perché questo costituirebbe un *ossimoro*, ossia una “figura consistente nell’associare due termini incompatibili”.² Ed è bene avere a mente questa caratteristica del sistema economico, perché assumere che ci siano risorse disoccupate e che le imprese non riescano a coordinarle perché non si attendono guadagni, implica che la spesa pubblica non possa essere realizzata a favore diretto delle imprese ma che lo possa essere solo in via *subordinata*. Implica, cioè, un riconoscere che il ruolo propulsivo per la crescita dell’economia non è più svolto dalle imprese ma dallo Stato, mediante una decisione di spesa diretta verso obiettivi specificamente stabiliti e chiaramente perseguibili. Quindi, se si parla della spesa pubblica in rapporto al PIL superiore al 3% come di un “non-problema”, o si ritiene opportuno sfasciare i conti del Paese, oppure si ritiene efficace *questo* meccanismo del moltiplicatore. E questo meccanismo non prevede una detassazione per le imprese, comunque realizzata, ma una spesa aggiuntiva da parte di consumatori finanziata direttamente dalla spesa pubblica in deficit, comunque si ipotizzi che possa essere realizzata con provvedimenti specifici, in ogni caso tutti da definire.

² Reboul O., *Introduzione alla retorica*, il Mulino, Bologna, 1996, p. 267.

Conclusioni

Quella dell'Italia è una storia di obiettivi mancati.

Ancora una volta gli obiettivi di deficit/PIL e debito/PIL sono stati disattesi nel 2017 ed è probabile che anche quest'anno vengano mancati.

Nel primo trimestre, il PIL ha segnato uno scarso progresso dello 0,3%, condizionando il dato annuale che probabilmente si chiuderà intorno all'1,4%.

Il debito ha superato a marzo i 2.300 miliardi e continuerà a crescere sino a luglio, prima di tornare a scendere nella seconda parte dell'anno.

Lo spread BTP-Bund e i rendimenti sui titoli di Stato sono tornati a salire, evidenziando come i mercati si innervosiscano di fronte a programmi di Governo che non tengono nella dovuta attenzione il contenimento della spesa. I problemi sul tavolo sono molti, spesso si trovano lì perché sono stati rimandati, oggi molti nodi stanno giungendo al pettine.

Il Governo di cui abbiamo bisogno deve essere competente e responsabile, le parole stanno a zero, ora è il momento dei fatti.

Nota per la distribuzione

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

Invito ad approfondire

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

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

Sommario delle stime Mazziere Research

Debito Pubblico

La stima ad aprile 2018

2.317 miliardi (in forte aumento)

Intervallo confidenza al 95%: **2.313 – 2.321 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 giugno 2018

La stima a dicembre 2018

Compreso tra 2.284 e 2.320 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà febbraio 2019

Spesa per Interessi

La stima a fine 2018

Spesa interessi titoli di Stato: **69,9 miliardi di euro,**

Dato finale annuale dopo le rettifiche: circa **67,9 miliardi di euro.**

Variazione PIL

La stima a fine 2018

Variazione PIL stimata: +1,4%

Acquisti BCE di titoli di Stato italiani

La stima a settembre 2018, termine provvisorio QE

Acquisti totali per **359 miliardi, 18% del circolante.**

Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*
Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*
Banca d'Italia, *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2018*, 9 maggio 2018
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 Documento di economia e finanza 2018*, 9 maggio 2018
Dagong, *Dagong Downgrades the Sovereign Credit Ratings of Italy to BB+ with a Negative Outlook*, 16 maggio 2018
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
Dell'Arti Giorgio, *Anteprima, la spremuta di giornali di Giorgio Dell'Arti*, 4 maggio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Estonia at 'A+'; Outlook Positive*, 4 maggio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Norway at 'AAA'; Outlook Stable*, 23 marzo 2018
Fitch, *Fitch Affirms Switzerland at 'AAA'; Outlook Stable*, 23 marzo 2018
Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'B' from 'B-'; Outlook Positive*, 16 febbraio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Slovenia at 'A-'; Outlook Stable*, 23 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
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
Inps, *Osservatorio sul precariato*
Istat, *Documento di Economia e Finanza 2018. Audizione del Presidente dell'Istituto nazionale di statistica Giorgio Alleva*, 9 maggio 2018

Istat, *Annuario Statistico*
 Istat, *Commercio al dettaglio*
 Istat, *Conti Economici Nazionali*
 Istat, *Conti Economici Trimestrali*
 Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
 Istat, *Indicatori Demografici*
 Istat, *Il mercato del lavoro*
 Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*
 Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*
 Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*
 Istat, *Occupati e disoccupati*
 Istat, *Pil e indebitamento AP*
 Istat, *Prezzi al consumo*
 I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*
 Istat, *Produzione industriale*
 Istat, *Stima preliminare del Pil*
 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 changes France's outlook to positive from stable, affirms Aa2 rating*, 4 maggio 2018
 Moody's, *Moody's affirms Finland's Aa1 ratings; outlook remains stable*, 27 aprile 2018
 Moody's, *Moody's upgrades Spain's ratings to Baa1 from Baa2; the outlook remains stable*, 13 aprile 2018
 Moody's, *Moody's Affirms Sweden's Aaa Rating; Maintains Stable Outlook*, 2 marzo 2018
 Moody's, *Moody's changes the outlook on Malta's A3 rating to positive from stable; A3 ratings affirmed*, 23 febbraio 2018
 Moody's, *Moody's upgrades Greece's rating to B3, maintains positive outlook*, 21 febbraio 2018
 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
 OECD, *Taxing wages 2018*, 26 aprile 2018
 Standard & Poor's, *Switzerland Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 18 maggio 2018
 Standard & Poor's, *The Netherlands Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 18 maggio 2018
 Standard & Poor's, *Latvia 'A-/A-2' Ratings Affirmed; Outlook Positive*, 23 marzo 2018
 Standard & Poor's, *Malta 'A-/A-2' Ratings Affirmed; Outlook Positive*, 23 marzo 2018
 Standard & Poor's, *Croatia Long-Term Rating Raised To 'BB+' On Stronger External Position; Outlook Stable*, 23 marzo 2018
 Standard & Poor's, *Norway 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable*, 23 marzo 2018

Standard & Poor's, *Belgium 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 23 marzo 2018

Standard & Poor's, *Spain Long-Term Ratings Raised To 'A-' On Economic Growth And Budgetary Consolidation; Outlook Positive*, 23 marzo 2018

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

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Nota sulla congiuntura*

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2018*, 9 maggio 2018

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, 22 maggio 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: economia a fine 2017</i> | 21 febbraio 2018 |
| <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 2; ISSN 2283-7035

Italia 1 trim 2018 - Pil debito & Co

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2018