

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2018

Italia 3 trim 2018 - Pil debito & Co

*Osservatorio trimestrale
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno VIII - Numero 4

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

Estratto / Abstract:

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

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

Sommario

Il barometro dell'economia italiana	Pag. 5
Introduzione	Pag. 7
I rating	Pag. 8
Il debito pubblico	Pag. 12
<i>Nulla di nuovo sotto il sole</i>	Pag. 14
<i>Sul filo del rasoio</i>	Pag. 15
<i>Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2019</i>	Pag. 16
<i>I saldi del sistema Target 2</i>	Pag. 17
Le entrate e le uscite	Pag. 18
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 19
<i>Stima spesa per interessi a fine 2018</i>	Pag. 23
<i>Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?</i>	Pag. 24
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 25
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 26
<i>Stima PIL 2018</i>	Pag. 27
<i>Come si ottiene la crescita dell'1,5% nel 2019</i>	Pag. 30
<i>La storia infinita delle clausole di salvaguardia</i>	Pag. 32
<i>L'economia non osservata mitiga il valore della pressione fiscale</i>	Pag. 33
L'inflazione	Pag. 35
<i>Inflazione italiana e svizzera simili, ma per ragioni opposte</i>	Pag. 37
La disoccupazione	Pag. 38
<i>Reddito di cittadinanza e tasso di mancata partecipazione</i>	Pag. 41
<i>La massa silenziosa degli indipendenti</i>	Pag. 42
Approfondimenti	
<i>Il commento di Andrew Lawford: Controlli sui flussi del capitale - una possibilità per l'Italia?</i>	Pag. 45
<i>Note economiche di Gabriele Serafini: Una Legge, nessuna Manovra.</i>	Pag. 49
Conclusioni	Pag. 61
Sommario delle stime Mazziario Research	Pag. 63
Bibliografia	Pag. 64

Gli autori di questo numero

Per l'Osservatorio:

Maurizio Mazziario

Per gli Approfondimenti:

Andrew Lawford e Gabriele Serafini

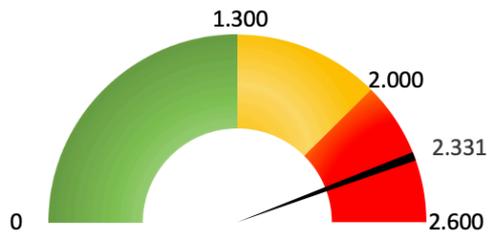
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

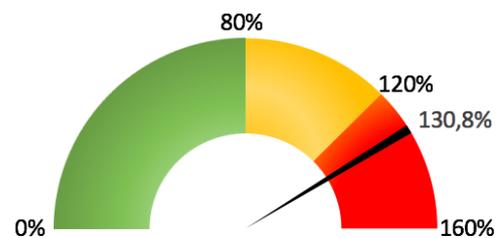
Il barometro dell'economia italiana

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

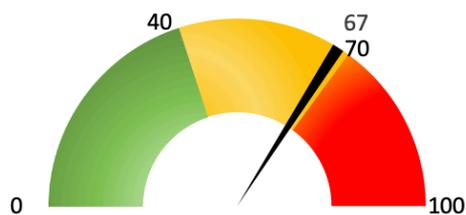
Debito pubblico settembre 2018 (€mld)



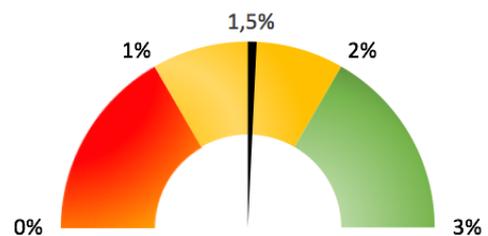
Debito pubblico/PIL stima 2018



Stima spesa interessi 2018 (€mld)



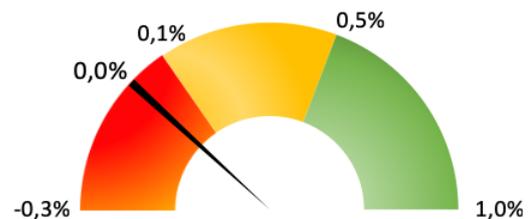
Avanzo Primario/PIL 2017



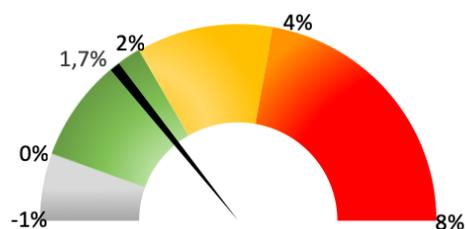
Stima PIL Annuale 2018



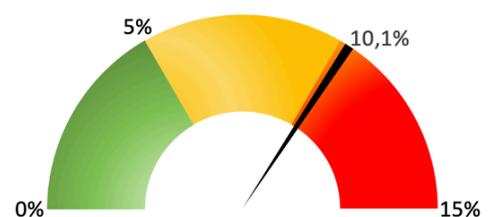
Crescita - PIL Trimestrale 3q2018



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.

*In economia ogni numero è giusto se si è convinti nel sostenerlo,
al tempo resterà l'onere di negarlo.*
Maurizio Mazziero

Introduzione

Il 32° Osservatorio si presenta denso di numeri e analisi sulla programmazione del Governo per l'anno prossimo e il triennio 2019-2021.

Abbiamo ripreso i grafici, aggiornato e ampliato le analisi che avevamo inserito nello Speciale NaDEF 2018 pubblicato il mese scorso.

Al momento della pubblicazione è ancora in corso il braccio di ferro tra la Commissione Europea, intenzionata a ricorrere a una procedura di infrazione, e il Governo che non ha di fatto mutato le proprie previsioni economiche.

Nonostante ciò lo scenario è in continua evoluzione: cifre e prospettive potrebbero ancora subire molteplici variazioni. Pubblicheremo gli aggiornamenti sul sito Mazziero Research e inseriremo nel prossimo Osservatorio, di metà febbraio, le eventuali modifiche. In caso di variazioni rilevanti pubblicheremo un nuovo Speciale.

Negli Approfondimenti Andrew Lawford ha esplorato l'eventualità di controlli ai flussi di capitale, un argomento che al momento è relegato nelle segrete stanze di chi si occupa di economia e finanza, ma che presto potrebbe diventare di pubblica attualità.

Nelle Note economiche Gabriele Serafini sottolinea la criticità della Legge di Bilancio esplicitando un concetto tanto semplice quanto incontestabile: se le modalità di spesa, ad esempio del Reddito di cittadinanza e "quota 100", non vengono indicate chiaramente anche gli effetti moltiplicativi sulla crescita non possono essere determinati correttamente. Ne consegue che la Commissione Europea potrebbe applicare modelli di calcolo non coerenti per mancanza di variabili e la stessa incertezza rischierebbe di minare la riuscita in futuro degli effetti positivi.

Un rischio troppo grande anche per un Governo di cambiamento.

Buona lettura.

Maurizio Mazziero

I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		DBRS		Dagong	
Austria	AA+	Stab	AA+	Pos	Aa1	Stab	AAA	Stab	AA+	Stab
Belgio	AA	Stab	AA-	Stab	Aa3	Stab	AA high	Stab	A+	Stab
Cipro	BBB-	Stab	BBB-	Stab	Ba2	Pos	BB	Pos	NA	NA
Croazia	BB+	Pos	BB+	Pos	Ba2	Stab	BB+	Stab	BB+	Stab
Danimarca	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AA+	Stab
Estonia	AA-	Stab	AA-	Stab	A1	Stab	AA low	Stab	A	Stab
Finlandia	AA+	Stab	AA+	Pos	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	BB-	Stab	B3	Pos	B high	Pos	CCC	Stab
Irlanda	A+	Stab	A+	Stab	A2	Stab	A high	Stab	BBB+	Stab
Italia	BBB	Neg	BBB	Neg	Baa3	Stab	BBB high	Pos	BB+	Neg
Lettonia	A	Stab	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	Pos	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-	Pos	BBB	Stab	Baa3	Stab	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+	Pos	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	Stab	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

- 6 luglio 2018, Fitch promuove la Croazia a BB+, con outlook positivo.
- 13 luglio 2018, Fitch conferma la Spagna ad A-, con outlook stabile.
- 13 luglio 2018, DBRS conferma l'Italia a BBB(high), con outlook stabile.
- 20 luglio 2018, Fitch promuove l'Austria ad AA+, con outlook positivo.
- 20 luglio 2018, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 20 luglio 2018, S&P promuove la Grecia a B+, con outlook positivo.
- 27 luglio 2018, Moody's promuove Cipro a Ba2, con outlook positivo.
- 10 agosto 2018, Fitch promuove la Grecia a BB-, con outlook stabile.
- 10 agosto 2018, Fitch conferma la Slovenia ad A-, con outlook stabile.
- 31 agosto 2018, Fitch declassa l'Italia a BBB, con outlook negativo.
- 14 settembre 2018, Moody's conferma l'Unione Europea ad AAA, con outlook stabile.
- 14 settembre 2018, S&P conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 14 settembre 2018, S&P promuove Cipro a BBB-, con outlook stabile.
- 14 settembre 2018, S&P conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 14 settembre 2018, S&P conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.

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

- 14 settembre 2018, S&P promuove il Portogallo a BBB-, con outlook positivo.
- 21 settembre 2018, S&P conferma la Spagna ad A-, con outlook positivo.
- 28 settembre 2018, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 5 ottobre 2018, S&P conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 5 ottobre 2018, Fitch promuove l'Estonia ad AA-, con outlook stabile.
- 12 ottobre 2018, Moody's promuove il Portogallo a Baa3, con outlook stabile.
- 19 ottobre 2018, Moody's declassa l'Italia a Baa3, con outlook stabile.
- 26 ottobre 2018, S&P mantiene l'Italia a BBB, rivede outlook a negativo.
- 26 ottobre 2018, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 26 ottobre 2018, Fitch conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 16 novembre 2018, S&P conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 16 novembre 2018, S&P conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.

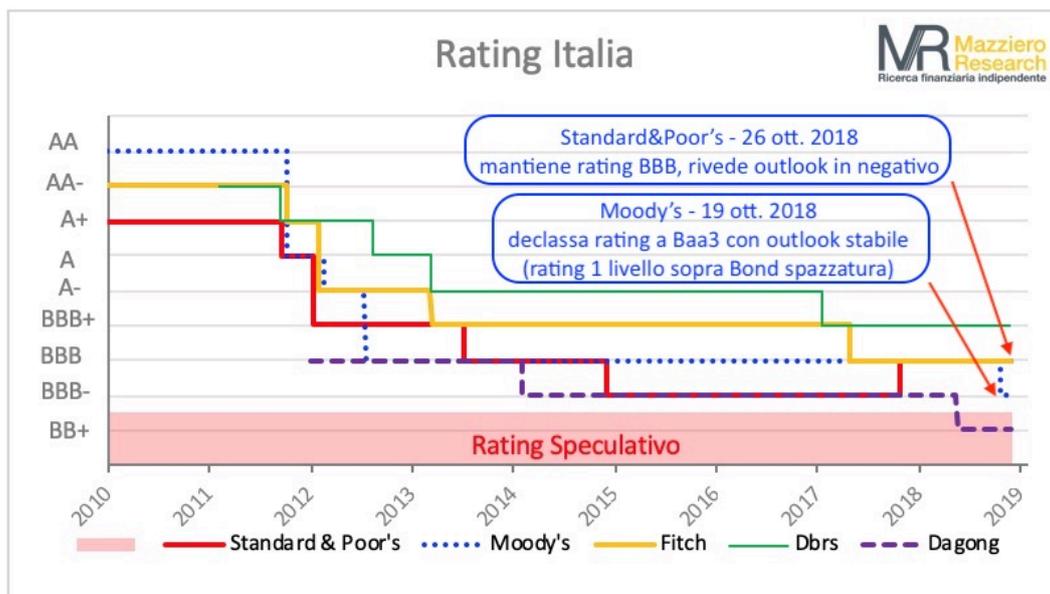


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

L'analisi

Moody's: titoli di Stato appena sopra il livello di spazzatura

Dopo aver posto l'Italia sotto osservazione il 25 maggio scorso (si veda anche il commento nel precedente Osservatorio) Moody's il 19 ottobre ha declassato il nostro Paese a Baa3, **appena un gradino al di sopra del livello spazzatura**.

L'outlook attribuito è stabile e quindi, al momento, **non sono all'orizzonte nuovi declassamenti**.

Nelle motivazioni del declassamento si può leggere:

1. Indebolimento della forza fiscale dell'Italia a causa di deficit di bilancio più elevati per i prossimi anni; l'andamento del debito pubblico è vulnerabile a prospettive di crescita economica più deboli, con conseguente aumento del rapporto debito/PIL rispetto al livello già elevato.
2. Implicazioni negative per la crescita a medio termine a causa dello stallo dei piani di riforme strutturali economiche e fiscali. Anche nel breve periodo, Moody's crede che lo stimolo fiscale fornirà un impulso alla crescita più limitato rispetto a quanto ipotizzato dal governo.

Nel contempo Moody's specificava:

l'Italia mostra ancora importanti punti di forza del credito che bilanciano l'indebolimento delle prospettive fiscali. Tali punti di forza comprendono un'economia molto ampia e diversificata, una solida posizione esterna con ingenti avanzi delle partite correnti e una posizione di investimento internazionale pressoché equilibrata. **Le famiglie italiane hanno un alto livello di ricchezza, un importante cuscinetto contro gli shock futuri e anche una potenziale fonte di finanziamento per il governo.**

Quest'ultimo passaggio è molto più **insidioso** di quanto potrebbe apparire a una veloce lettura in quanto andrebbe interpretato come:

Nel caso di shock, la ricchezza delle famiglie italiane può essere usata come tesoretto per prelevare le risorse necessarie.

Standard & Poor's: si limita a rivedere l'outlook, ma le considerazioni sono simili

Potrebbe sembrare più clemente Standard & Poor's che il 26 ottobre si è limitato a rivedere in negativo l'outlook, mantenendo il rating **due gradini** al di sopra del livello *non investment grade* e tenendosi un margine per poter spingere maggiormente in futuro.

Le considerazioni a supporto della valutazione non sono, tuttavia, differenti e puntano subito dritto al **cuore della manovra**: il piano di bilancio del governo e i relativi obiettivi includono ipotesi di crescita del PIL reale eccessivamente ottimistiche, che potrebbero comportare deficit più ampi del previsto nel corso del 2019-2021.

Le misure del governo, – prosegue l'agenzia di rating – se pienamente attuate, **invertiranno i precedenti progressi** minacciando la sostenibilità a lungo termine del debito pubblico. L'Italia infatti presenta il quarto debito più elevato se raffrontato al PIL dopo Giappone, Grecia e Libano.

Standard & Poor's sottolinea inoltre che la fiducia degli investitori è diminuita anche per il **deterioramento delle condizioni finanziarie esterne** a cui si aggiunge il cambio del ciclo monetario, che fino ad ora è stato vantaggioso per l'Italia grazie alle azioni accomodanti della Banca centrale europea (BCE).

Non manca una considerazione sulla decisione di annullare in parte la riforma Fornero, vista la portata del **cambiamento demografico in corso in Italia**, in cui la spesa per le pensioni in percentuale al PIL è seconda solo alla Grecia all'interno dell'Unione Europea (aspetto da noi ben sviluppato nel libro **La crisi economica e il macigno del debito**).

L'outlook negativo apre le porte a un **abbassamento del rating entro 24 mesi**, qualora:

- La crescita del PIL reale dovesse risultare inferiore alle aspettative;
- Il deficit e il debito pubblico dovessero oltrepassare i valori stimati dall'agenzia;
- Nel caso di un marcato deterioramento dell'economia per le persistenti incertezze politiche con particolare riguardo alle **implicazioni potenzialmente avverse per l'Italia e le sue banche**, che restano fra i maggiori creditori del governo.

A questo punto non resta che attendere il responso di **Fitch**, non calendarizzato per l'anno in corso, e non si può escludere che il peggioramento delle emissioni dei titoli di Stato (ampliamento spread) o l'avvio di una procedura di infrazione della Commissione Europea portino l'Agenzia di rating a una revisione.

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	2.311.703	9.363
Maggio	2.279.849	8.287	2.327.368	15.665
Giugno	2.289.513	9.664	2.323.282	-4.086
Luglio	2.308.027	18.514	2.341.686	18.404
Agosto	2.286.746	-21.281	2.326.546	-15.140
Settembre	2.291.231	4.485	2.331.254	4.708
Ottobre	2.296.135	4.904		
Novembre	2.281.395	-14.740		
Dicembre	2.263.056	-18.339		
Totale		43.510		68.198

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

I fatti

- Debito a settembre 2018: 2.331 miliardi; record storico: 2.342 miliardi a luglio.
- L'incremento del debito nei primi 9 mesi 2018 è stato di 68,2 miliardi, nello stesso periodo del 2017 era stato di 71,7 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2018, è di 42.126 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 1.031 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 79,3%.

L'analisi

Debito pubblico 2.331 miliardi: verso la diminuzione di fine anno

Ancora un aumento in ottobre, poi il debito pubblico entrerà nella consueta tendenza discendente di fine anno che lo porterà tra **2.309 e 2.319 miliardi**, ben al di sotto degli attuali 2.331 miliardi.

La riduzione del debito a fine anno viene favorita dai pagamenti degli acconti di imposta a novembre e dal rimandare tutto ciò che può essere rimandato all'anno successivo. Come ogni anno viene "lucidata la vetrina" per ottenere un valore del debito finale più basso possibile, migliorando così i rapporti statistici di deficit/PIL e debito/PIL.

Se questa è una consuetudine che si ripete ogni anno, parimenti tornerà a ripetersi la forte accelerazione già a partire da gennaio e che si protrarrà per tutto il primo semestre. La **Figura 5** mostra la dinamica futura del debito insieme alle nostre stime nel **Riquadro 1**.

2019 manovra espansiva per lo più a debito

Se, come abbiamo riportato sopra, le dinamiche del debito sono abbastanza ripetitive, quest'anno potremmo trovarci di fronte a un **debito sostenuto anche nel secondo semestre**, periodo in cui la tendenza di fondo è discendente.

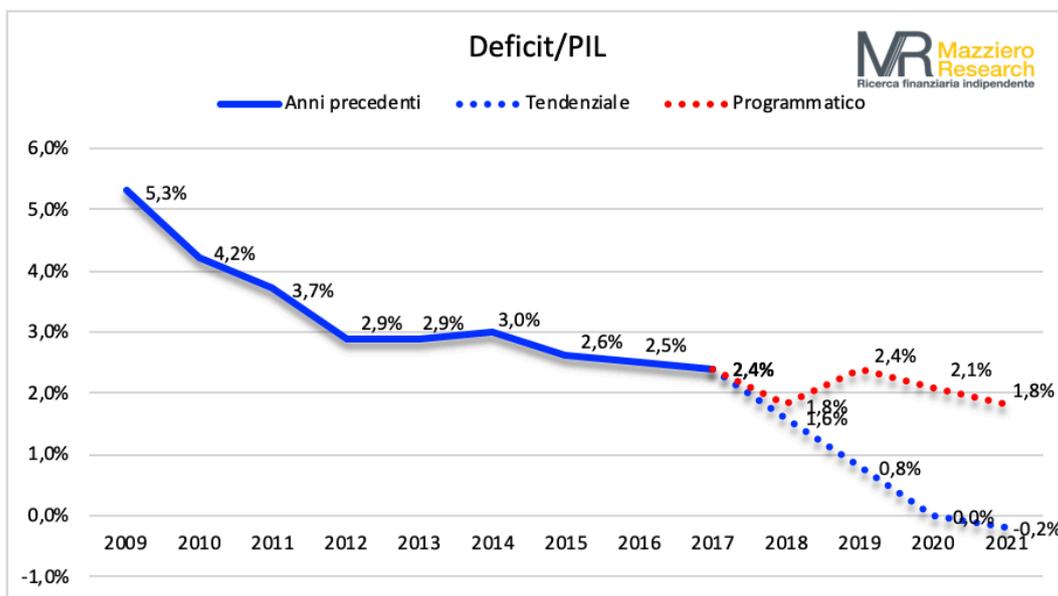


Figura 2: Evoluzione del deficit/PIL tendenziale e programmatico (Elaborazione su dati MEF)

La ragione sta nelle misure della manovra del Governo per l'anno 2019, che si presentano espansive per **38 miliardi** (si veda anche il nostro **Speciale NaDEF** pubblicato ad ottobre), queste sono finanziate da risorse per **16 miliardi** con conseguente aumento del debito per **22 miliardi**, di questi ben **12,5** vengono destinati alla neutralizzazione delle clausole di salvaguardia relative all'aumento delle aliquote IVA.

Inversione di rotta nel percorso di riduzione del deficit

Il maggior debito, giustificato dal Governo dalla **necessità di stimolare misure pro-crescita** (mantenendo misure di dubbia efficacia e criticate in passato dai banchi dell'opposizione, come gli 80 euro introdotti dal Governo Renzi) costituirebbe uno stop al percorso di riduzione del deficit, che nel 2019 passerebbe **dal previsto 0,8% al 2,4%** e si manterrebbe sostenuto con un 2,1% nel 2020 e 1,8% nel 2021 (**Figura 2**).

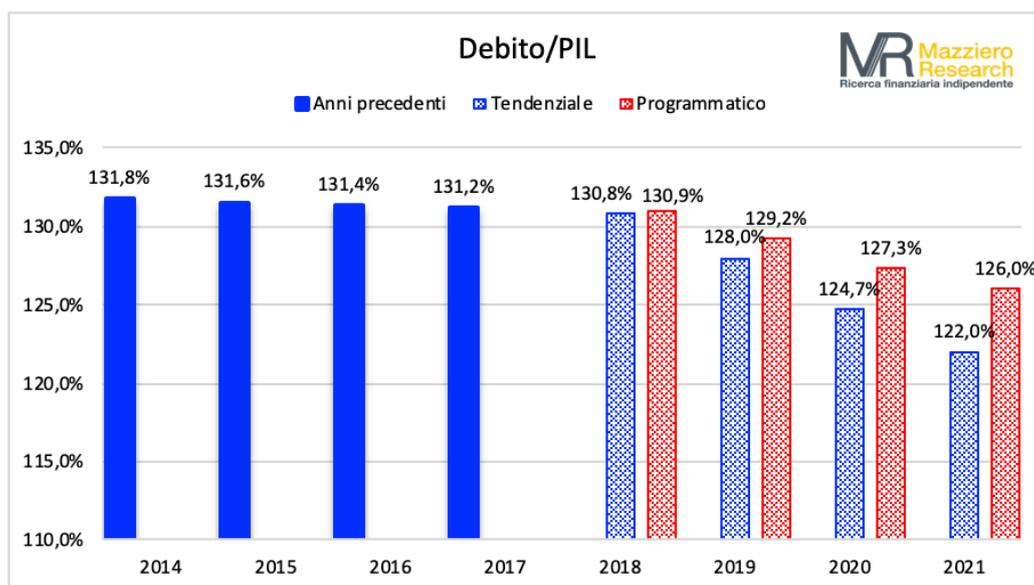
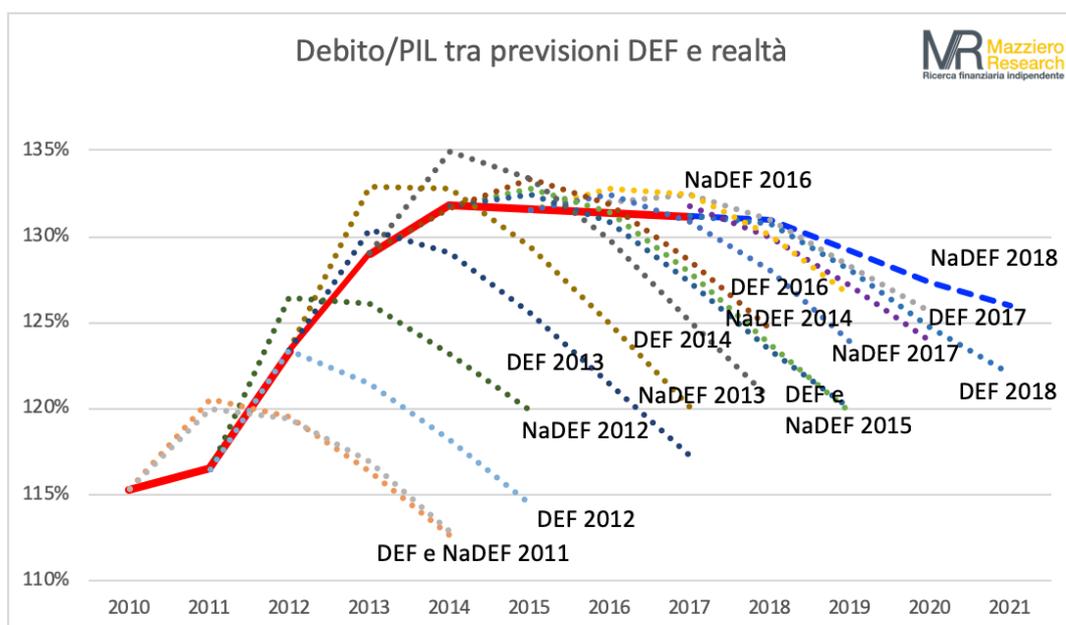


Figura 3: Evoluzione del deficit/PIL tendenziale e programmatico (Elaborazione su dati MEF)



*Figura 4: Il continuo slittamento della riduzione del debito
(Elaborazione su dati MEF, Documenti di Economia e Finanza)*

In contrazione il rapporto debito/PIL

Al tempo stesso il rapporto debito/PIL manterrebbe una traiettoria discendente, grazie a un PIL crescente (si veda l'analisi nella sezione relativa al **Prodotto interno lordo**), ma con una pendenza inferiore a quanto programmato dal Governo Gentiloni. Nella **Figura 3** si può notare la differenza tra l'evoluzione tendenziale (in base ai provvedimenti vigenti) e quella programmata (derivante dalla manovra di bilancio 2019).

Sia questo percorso, sia quello precedente, non sono rispondenti ai requisiti del **Six Pack**, conosciuto anche come **Fiscal Compact**, che prevede la riduzione annuale di un ventesimo del debito superiore al rapporto debito/PIL del 60% stabilito dal **Trattato di Maastricht**.

Violazione grave e manifesta

La **Commissione Europea**, in una lettera di **Dombrovskis e Moscovici al Ministro Tria**, ha definito la manovra come *“una violazione grave e manifesta dalle raccomandazioni adottate dal Consiglio ai sensi del Patto di Stabilità e Crescita”* principalmente per l'entità degli scostamenti di deficit, dopo aver già fruito in passato di **flessibilità nell'ordine di 30 miliardi**, oltre che per le ottimistiche previsioni di crescita.

Nulla di nuovo sotto il sole

Da un altro punto di vista, si scorge una **condotta ripetitiva** dell'Italia a presentare bilanci che anno dopo anno spostano in avanti il traguardo di risanamento **senza raggiungere concretamente gli obiettivi**; lo evidenzia la **Figura 4** in cui costantemente tutti i Governi che si sono succeduti dal 2010 hanno **deviato dal percorso** tracciato dai precedenti **Documenti di Programmazione Economica**.

Quindi indipendentemente dall'irrigidimento di Bruxelles, questo è l'aspetto più criticabile nei confronti di chi governa e ha governato, in quanto **tale condotta ha minato la credibilità e la serietà del nostro Paese**.

Oggi, dopo aver **sprecato le irripetibili condizioni favorevoli senza essere riusciti a dare una scossa all'Italia** anche i buoni intenti di stimolare la crescita giungono troppo tardi e rischiano di apparire più un disperato azzardo che un reale impegno di incamminarsi in un percorso virtuoso.

(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	2.070.254	80.208	4,03%	1,30%
Anno 2014	2.137.320	67.066	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%
Settembre 2018	2.331.254	68.198	3,07%	1,70%
Incremento		1.030.913	79,28%	

Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a settembre 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Sul filo del rasoio

La dialettica di questi ultimi due mesi fra Roma e Bruxelles è stata molto dura, con il solo effetto di far aumentare spread e rendimenti e **aggravando i costi del servizio del debito** (si veda la sezione sui **Titoli di Stato**), ma senza passi in avanti concreti.

La **Commissione Europea** sembra costretta a mantenere la linea dura, anche per **evitare future derive da parte di altri Paesi**; il Governo Conte resta fermo sui propri numeri, anche a dispetto di un **unanime giudizio di stime ottimistiche del PIL** che determinerebbero un ulteriore aumento dei rapporti deficit/PIL e debito/PIL.

Al riguardo l'Ufficio Parlamentare di Bilancio stimerebbe un rapporto del deficit/PIL del 2,9%, anziché 2,4%, nel 2019 e il superamento del 3% nel 2020, anziché scendere al 2,1%.

Ciò nonostante il Ministro Tria nella lettera alla Commissione Europea del 13 novembre ha tenuto a precisare che *“il livello del deficit al 2,4 per cento del PIL per il 2019 sarà considerato un limite invalicabile”* indicando un **cuscinetto di salvaguardia** per evitare sforamenti (si veda la sezione relativa al **Prodotto interno lordo**).

È ormai probabile che la Commissione Europea dia avvio alla procedura di infrazione nei confronti dell'Italia, un percorso che potrebbe durare anche cinque anni o più, con frequenti verifiche e raccomandazioni di rientro.

Le penalizzazioni sarebbero anche di natura economica, attraverso il deposito fruttifero di una somma pari allo 0,2% del PIL (3,5 miliardi), sino a comminare una multa annuale che potrebbe andare dallo 0,2% allo 0,5% del PIL (8,5 miliardi) oltre alla sospensione degli impegni di spesa, o dei pagamenti in casi gravi, dei progetti finanziati dai Fondi europei strutturali e di investimento.

Le **conseguenze economiche sarebbero insostenibili** in quanto si accompagnerebbero a un inasprimento dei timori dei mercati, con ulteriore **aumento dei costi di finanziamento e ripercussione sui bilanci bancari**. Il pericolo potrebbe proprio essere quello di giungere a un Commissariamento da parte della Troika.

Amesso che il Presidente Mattarella firmi la Legge di Bilancio, è difficile in questo momento comprendere se vi potrà essere un punto di resa del Governo o se invece si confidi in una procedura che cammini a rilento o che si blocchi dopo il rinnovo della Commissione Europea a seguito delle elezioni del nuovo Parlamento Europeo a maggio del prossimo anno.

Stima evoluzione debito pubblico sino a dicembre 2018

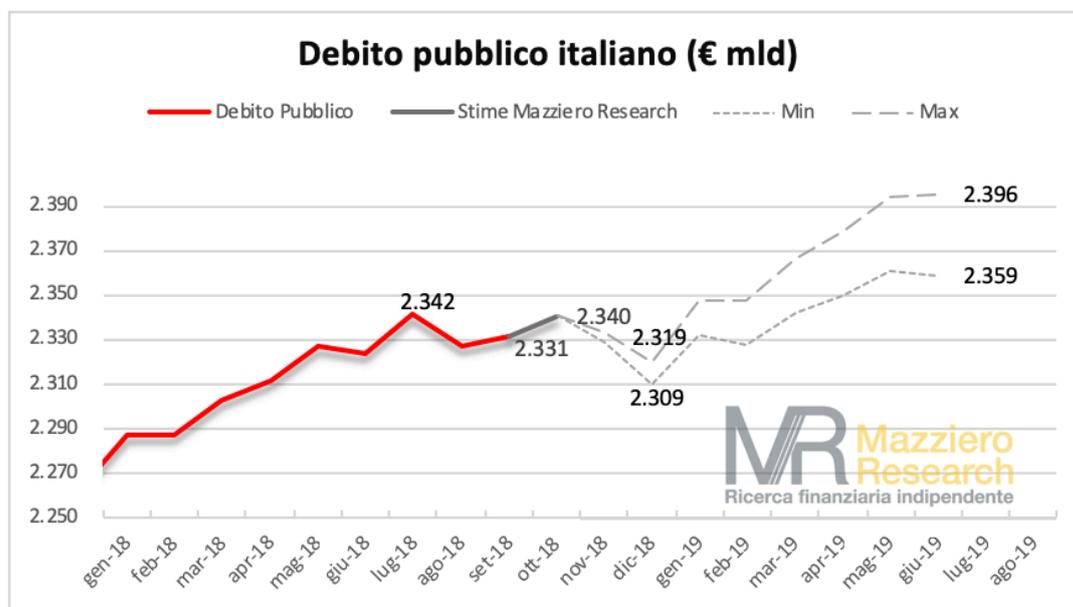


Figura 5: Evoluzione debito pubblico e stime a giugno 2019
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

La stima a ottobre 2018

2.340 miliardi (aumento)

Intervallo confidenza al 95%: **2.336 – 2.344 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 dicembre 2018

La stima a dicembre 2018

Compreso tra 2.309 e 2.319 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 febbraio 2019

La stima a giugno 2019

Compreso tra 2.359 e 2.396 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 agosto 2019

L'analisi Mazziere Research

Dopo l'aumento a ottobre, il debito pubblico manterrà una tendenza discendente sino a dicembre chiudendo l'anno **tra 2.309 e 2.319 miliardi**, tornerà a salire a inizio 2019.

Affidabilità stime Mazziere Research sul debito pubblico italiano												
Valori in miliardi €	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic
Stime MR	2.188	2.214	2.229	2.233	2.242	2.255	2.252	2.226	2.215	2.224	2.231	2.214
2016 Dato Ufficiale	2.195	2.217	2.231	2.233	2.244	2.251	2.256	2.225	2.213	2.224	2.231	2.218
Δ (Uff - Stima)	7	3	2	0	2	-4	4	-1	-2	0	0	4
Stime MR	2.248	2.239	2.257	2.269	2.277	2.279	2.301	2.276	2.280	2.290	2.275	2.267
2017 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	2	-1	3	4	0	0	-4
Stime MR	2.281	2.284	2.307	2.317	2.325	2.324	2.343	2.329	2.335	2.340		
2018 Dato Ufficiale	2.287	2.286	2.302	2.312	2.327	2.323	2.342	2.327	2.331			
Δ (Uff - Stima)	6	2	-5	-5	2	-1	-1	-2	-4			

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 (898 miliardi), mentre l'Italia all'opposto si mantiene vicino ai valori massimi di debito (486 miliardi); dati BCE a settembre 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, si veda in proposito anche l'**Approfondimento** a cura di Andrew Lawford.

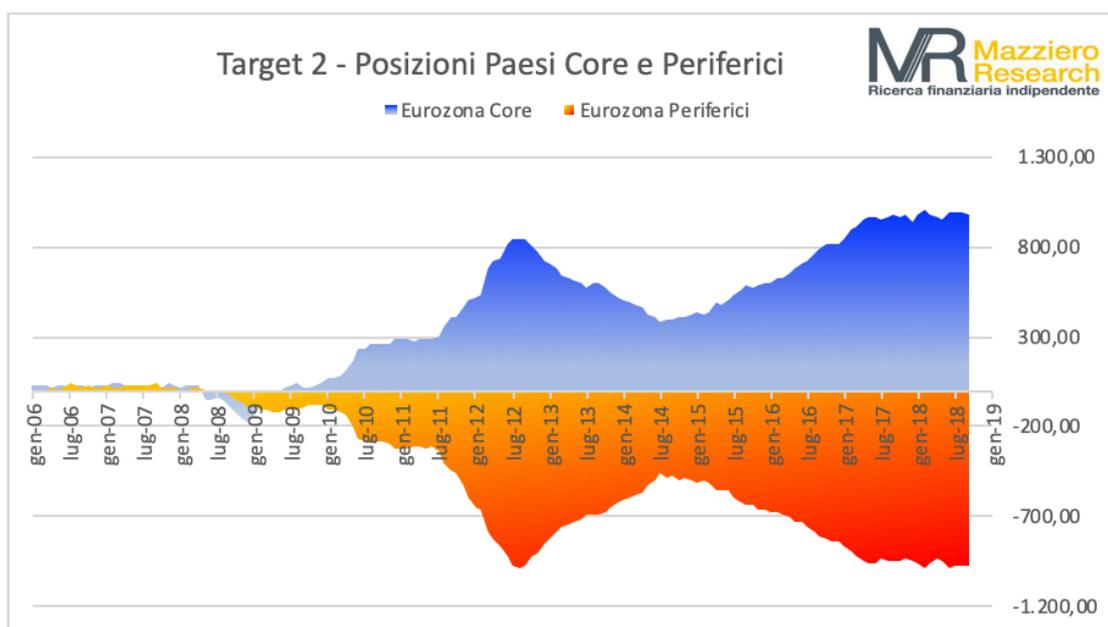


Figura 6: Posizioni Target 2 fra Paesi Core e Periferici (Elaborazione su dati BCE)

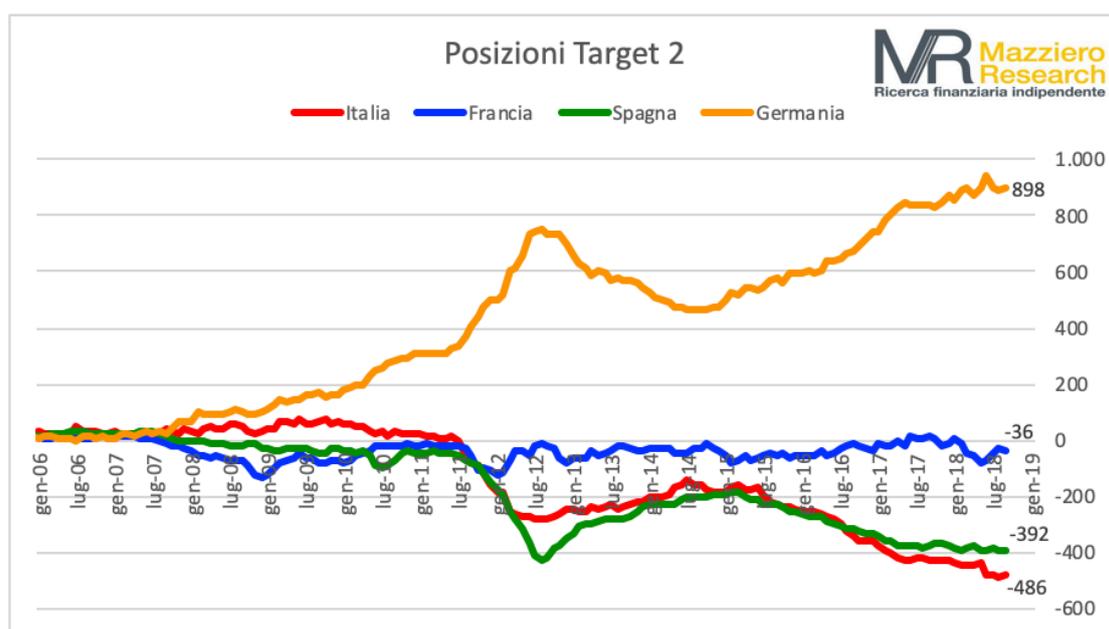


Figura 7: Posizioni Target 2 di Germania, Francia, Spagna, Italia (Elaborazione su dati BCE)

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	36.892	37.424	-532
Maggio	35.339	67.196	-31.857	38.023	57.895	-19.872
Giugno	35.909	30.448	5.461	36.107	42.221	-6.114
Luglio	53.514	51.629	1.885	56.832	44.710	12.122
Agosto	48.374	31.024	17.350	45.497	28.944	16.553
Settembre	32.139	29.238	2.901	29.585	63.405	-33.820
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	341.601	398.112	-56.511

Tabella 6: Andamento entrate e uscite statali nel 2017 e 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Nei primi 9 mesi 2018 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 57 miliardi.
- Nei primi 9 mesi 2017 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 10 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi 2018 è stata di 38,0 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 9 mesi 2017 è stata di 37,8 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi 2018 è stata di 44,2 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 9 mesi 2017 è stata di 38,8 miliardi.
- Da gennaio a settembre 2018 le entrate tributarie sono state di 321.761 milioni di euro (+5.738 milioni di euro rispetto al 2017, pari a +1,8%). Le imposte dirette si attestano a 173.085 milioni di euro (+2.633 milioni di euro, pari a +1,5%) e le imposte indirette risultano pari a 148.676 milioni di euro (+3.105 milioni di euro, pari a +2,1%).

L'analisi

Disastroso sbilancio fra entrate e uscite

La **Tabella 6** è testimone di una differenza fra entrate e uscite disastrosa, lo si vede ad occhio guardando gli importi delle cifre in rosso e confrontandole con quelle del 2017. Calcolando più in dettaglio, si scopre che lo sbilancio fra entrate e uscite nei primi nove mesi di quest'anno è stato di 56,5 miliardi, mentre nel 2017 era stato solamente di 9,5 miliardi. Il tutto accade in **presenza di incassi più elevati**, come risulta anche dall'aumento dell'1,8% delle entrate tributarie e - unica attenuante - potrebbe parzialmente risentire del differimento da maggio a novembre dell'acconto di imposta sulle assicurazioni.

Nella **Tabella 7** possiamo osservare che la media mensile delle entrate risulta maggiore di 200 milioni rispetto allo scorso anno e la media mensile delle uscite è superiore per 5,4 miliardi, il risultato che si ottiene è uno sbilanciamento medio di 5,2 miliardi al mese in più rispetto allo scorso anno.

Entrate	Uscite	Differenza
204	5.426	-5.222

Tabella 7: 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	68.869	5,48%
Anno 2007	1.288.578	6,85	76.660	5,95%
Anno 2008	1.356.207	6,82	80.461	5,93%
Anno 2009	1.446.133	7,07	69.457	4,80%
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	22.021	NA
2 Trim 2018	1.966.078	6,87	11.514	NA
3 Trim 2018	1.977.010	6,79	20.304	NA
Ottobre 2018	1.982.559	6,78	NA	NA

*Tabella 8: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a ottobre 2018
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

I fatti

- Circolante Titoli di Stato a ottobre 2018: 1,983 miliardi.
- Vita media residua: 6,78 anni, in diminuzione dai massimi di febbraio a 6,96.
- Spesa per interessi nel periodo gennaio-settembre 2018: 53,8 miliardi.
- Dal 2006 a settembre 2018 sono stati pagati 930 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a settembre 2018: BOT 0,44%, BTP 2,27%, CCT 1,89%.

L'analisi

La spesa per interessi inizierà presto a pesare

Aumenta ancora a ottobre il circolante di titoli di Stato, giunto a 1,983 miliardi (**Tabella 8**), nel contempo si mantengono elevati i rendimenti letteralmente schizzati verso l'alto a giugno (**Figura 8**). Se questo fenomeno continuerà a perdurare nel tempo, determinerà un sensibile aggravio nell'entità della spesa per interessi.

Come si può osservare dalla **Figura 9** le emissioni di titoli di Stato da giugno ad agosto sono state poco più di 84 miliardi e sono state collocate con un rendimento medio superiore di circa lo 0,75% rispetto a quello di maggio. Ciò significa che l'aggravio medio di spesa è stato di circa 630 milioni, una cifra che si protrarrà anno dopo anno per i titoli a reddito fisso (74% del totale) la cui vita media è attualmente di 6,78 anni (**Figura 10**).

Variazione rendimenti	Aumento mensile (€ mln)	Aumento annuale (€ mln)
0,50%	168	2.019
0,75%	252	3.028
1,00%	336	4.037
1,25%	421	5.047
1,50%	505	6.056
1,75%	589	7.066
2,00%	673	8.075

*Tabella 9: Sensibilità alla variazione dei tassi
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF)*

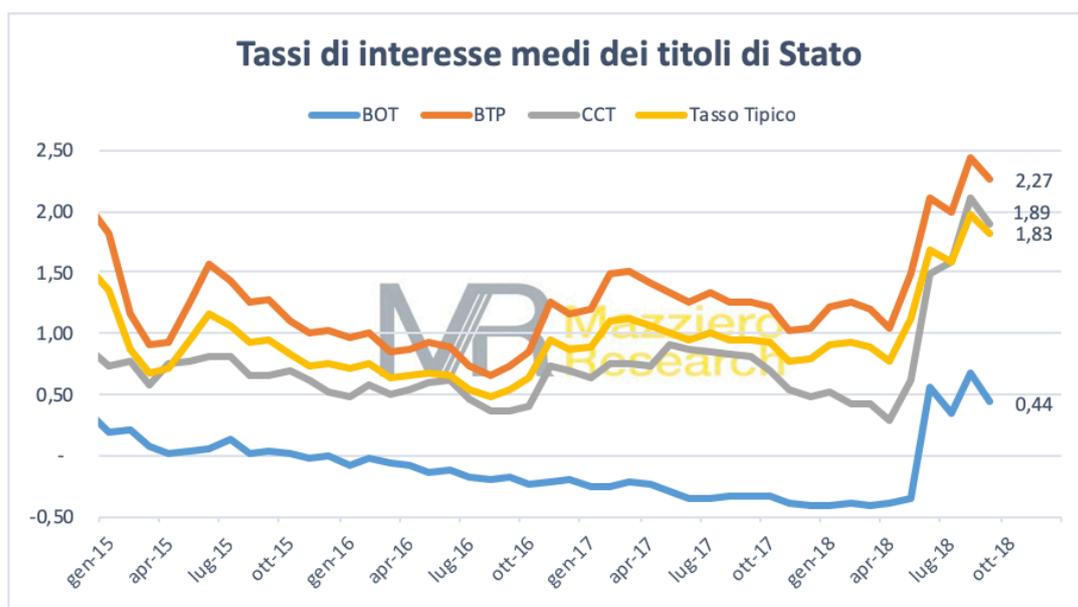


Figura 8: Tassi di interesse medi dei Titoli di Stato da gen. 2015 a settembre 2018 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Come di consueto riportiamo la **Tabella 9** che indica la sensibilità della spesa per interessi alla variazione dei rendimenti; questi valori sono calcolati considerando il volume delle nuove emissioni. Il permanere nel secondo semestre di un aumento dello 0,75% determinerà una maggiore spesa di circa 1,5 miliardi, mentre nel 2019 si passerà a 4,5 miliardi (3 relativi alle emissioni del 2019 e circa 1,5 per quelle a reddito fisso emesse nel 2018), per continuare con una progressione geometrica che somma in ogni anno le cifre dell'anno in corso con quelle dell'anno precedente.

In calo la vita media dei titoli

Sotto questo punto di vista il calo della vita residua dei titoli di Stato (6,78 anni rispetto ai 6,96 di febbraio) riportata nella **Figura 10**, potrebbe apparire positiva, in quanto diminuisce il periodo di tempo in cui dovremo pagare tassi di interesse più alti a seguito degli attuali shock.

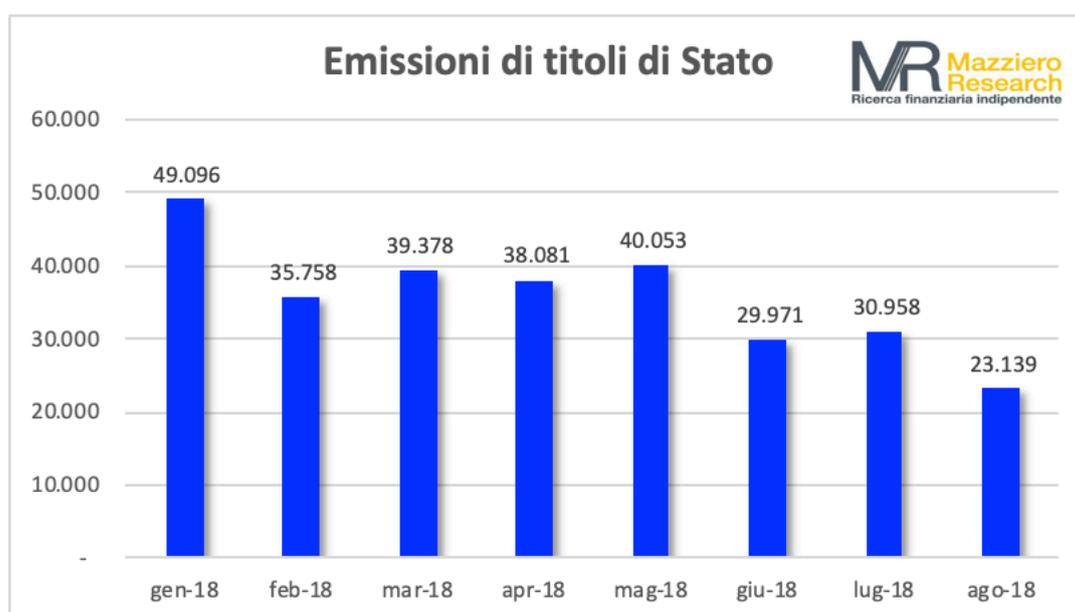


Figura 9: Emissioni di titoli di Stato da inizio 2018 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)



Figura 10: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 a ottobre 2018
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Ma osservando sotto una luce più realistica, ci troviamo di fronte alle fasi finali degli acquisti da parte della Banca Centrale (si veda **Riquadro 4**) e a una dinamica di tassi che sarà comunque progressivamente crescente non solo per noi, ma per tutta l’Eurozona. Ne consegue che la diminuzione della vita residua rappresenta un ulteriore elemento di fragilità per un paese fortemente indebitato come il nostro e costretto a continue ingenti emissioni per ottenere il finanziamento.

Il rialzo dei rendimenti, infine, induce forte instabilità al comparto bancario, già da tempo molto fragile, in quanto la diminuzione del valore dei titoli di Stato impatta direttamente sul patrimonio e quindi sulla necessità di avviare aumenti di capitale, con cali delle quotazioni azionarie.

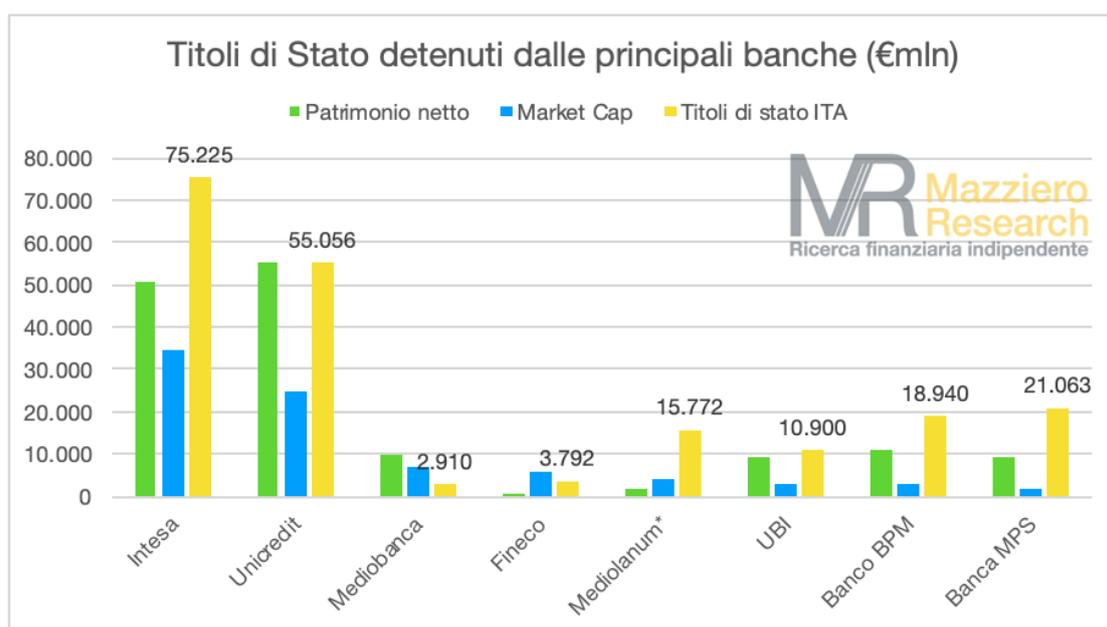


Figura 11: Titoli di Stato detenuti dalle banche raffrontati a capitalizzazione e patrimonio
(Elaborazione su dati dei bilanci bancari e quotazioni al 12 nov. 2018)



Figura 12: Titoli di Stato in scadenza sino a giugno 2019 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF)

Nella **Figura 11** si può notare che quasi tutti i principali istituti bancari detengono titoli di Stato in misura superiore sia al patrimonio netto sia alla capitalizzazione di mercato. Questo li espone a forte criticità sia nel caso di rialzo dei rendimenti sia nella estrema ipotesi di una ristrutturazione del debito statale. Ciò spiega la forte volatilità delle quotazioni e più in generale la debolezza di Piazza Affari negli ultimi tempi; aspetto che penalizza non poco i risparmiatori anche su questo versante.

Ci aspettano 4 mesi su 7 critici per le scadenze

Le **Figure 12 e 13** mostrano gli importi in scadenza mensile e annuale di titoli di Stato, ancora una volta si può osservare come i prossimi mesi di **dicembre, febbraio, marzo e maggio** siano densi di titoli da rimborsare, che richiederanno nel contempo nuove emissioni. Tali rinnovi potrebbero risultare problematici e dispendiosi nel caso di forte turbolenza derivata da una percezione di minore stabilità dei conti pubblici.

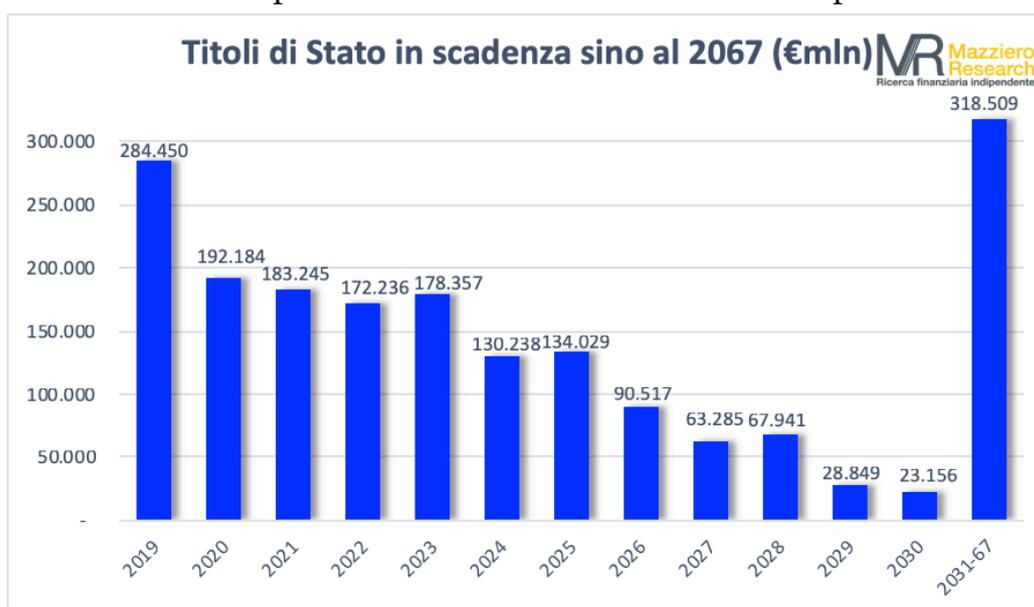


Figura 13: Titoli di Stato in scadenza sino al 2067 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF)

Stima spesa per interessi a fine 2018

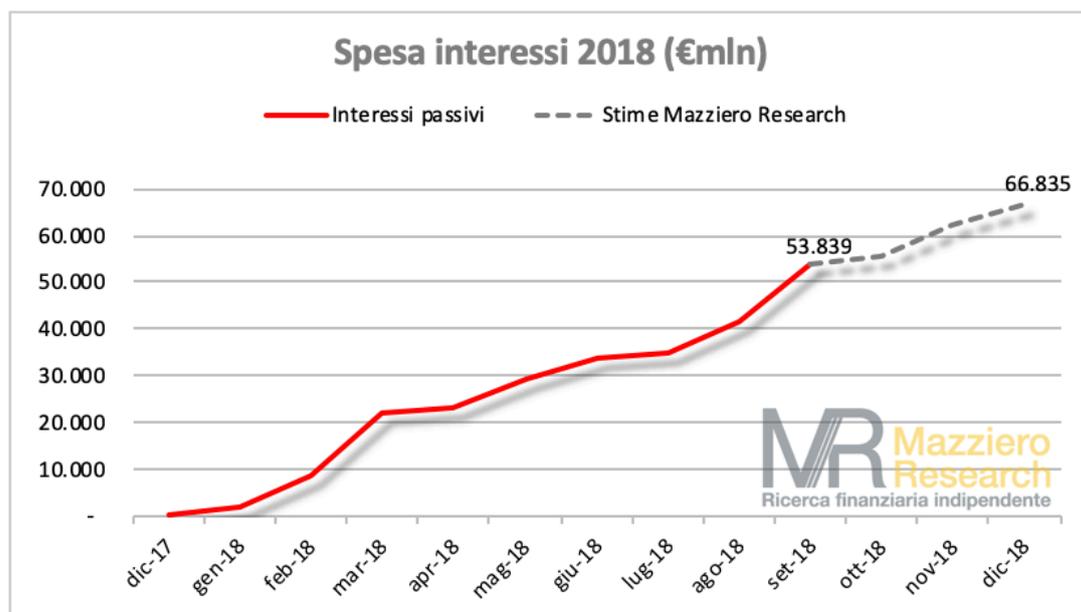


Figura 14: Stima spesa per interessi a fine 2018
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)

Spesa per interessi a settembre 2018

Spesa per interessi cumulativa a fine settembre 2018: **53,8 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 **66,8 miliardi di euro (Figura 14)**. Questa cifra potrebbe incrementare anche sensibilmente a causa dell'aumento dei rendimenti a partire da giugno.

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 64,8 miliardi.

		Affidabilità stime Mazziere Research sulla spesa per interessi											
Valori in miliardi €		Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic
2016	Stime MR	1,2	8,6	11,1	2,5	8,1	5,8	1,4	8,3	11,5	2,1	8,5	5,5
	Dato Ufficiale	0,7	7,3	12,5	2,3	6,7	5,2	0,8	8,1	11,6	1,7	6,9	4,6
	Δ (Uff - Stima)	-0,5	-1,2	1,5	-0,2	-1,4	-0,6	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-1,6	-0,9
2017	Stime MR	0,8	7,5	12,9	2,4	6,9	5,4	0,8	8,3	11,9	1,8	7,1	4,7
	Dato Ufficiale	1,5	8,0	11,7	2,6	6,5	4,7	0,9	8,2	11,6	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	6,7	4,8	0,9	8,7	12,3	1,7		
	Dato Ufficiale	1,6	6,7	13,4	1,3	6,2	4,0	1,6	6,4	12,3			
	Δ (Uff - Stima)	-0,3	-1,5	1,4	-1,3	-0,5	-0,8	0,7	-2,3	0,0			

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

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**
- Da ottobre 2018 a dicembre 2018: **15 miliardi al mese**

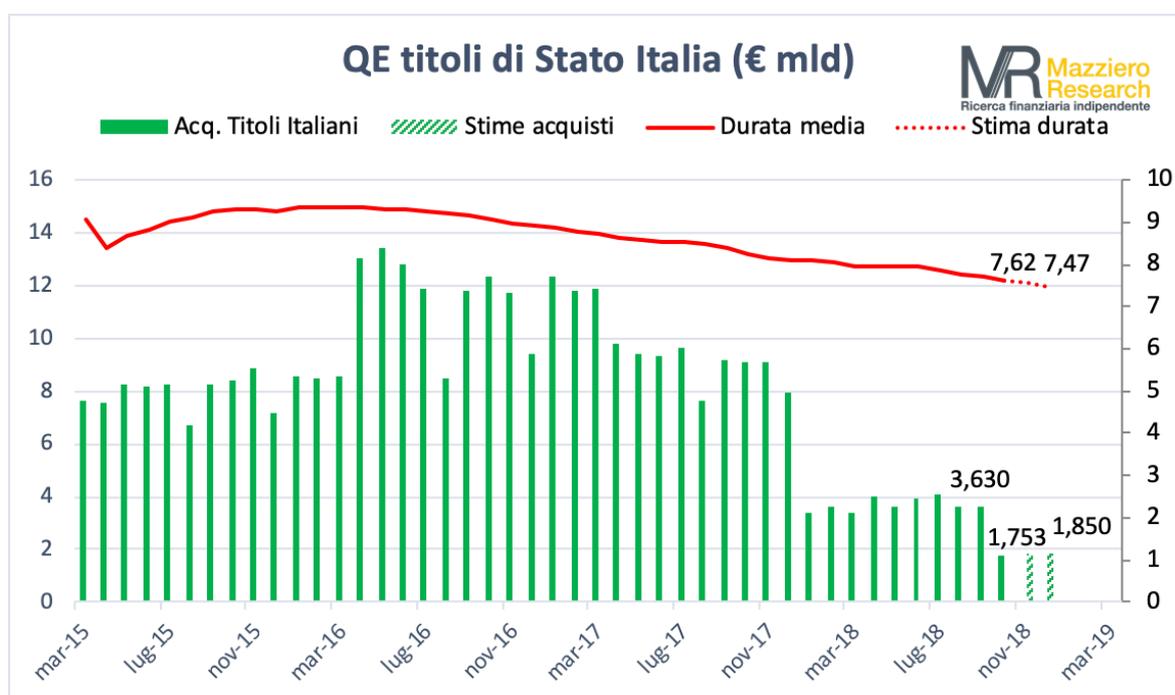


Figura 15: Acquisti di titoli di Stato dal QE della BCE e durata media dei titoli (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

Aggiornamento a fine agosto 2018

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: **361,8 miliardi**.
- Proiezione a fine dicembre 2018: acquisti per **365,5 miliardi**, **18,2% del circolante**.
- Durata media finanziaria: 7,62 anni, in calo dai massimi di 9,36 ad aprile 2016.
- In ottobre gli acquisti di titoli di Stato italiani sono stati pari a 1,753 miliardi
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 2.547,107 miliardi.

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	33.401		26%
Riserve verso FMI	2.885		2%
Diritti speciali prelievo	6.712		5%
Oro	84.631		66%
Altre attività di riserva	961		1%
Totale Riserve		128.590	100%

Tabella 11: Riserve Banca d'Italia a ottobre 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Le riserve ufficiali ad ottobre 2018 ammontano a 128,6 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad agosto 2018, riportata nel precedente Osservatorio, è pari a +3,9 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 66% delle riserve totali.

L'analisi

Diminuisce il valore delle riserve ufficiali

Rispetto all'ultimo Osservatorio, con i dati di agosto, le riserve ufficiali della Banca d'Italia in ottobre sono **umentate di 3,9 miliardi**.

La dinamica è da imputarsi principalmente al valore dell'oro che si è apprezzato, spinto dai timori di rallentamento sulle borse mondiali (linea rossa **Figura 16**), insieme a un rafforzamento del dollaro rispetto all'euro (linea blu **Figura 16**). In questo caso abbiamo visto uno sganciamento dalla correlazione inversa che aveva interessato cambio e oro nei mesi precedenti. Al momento della pubblicazione, l'oro è poco sopra i 1.220 dollari l'oncia. La consistenza delle riserve ufficiali è ora di **128,6 miliardi** di euro (**Tabella 11**) mentre le **riserve in oro contano per 84,6 miliardi, pari al 66% del totale**.

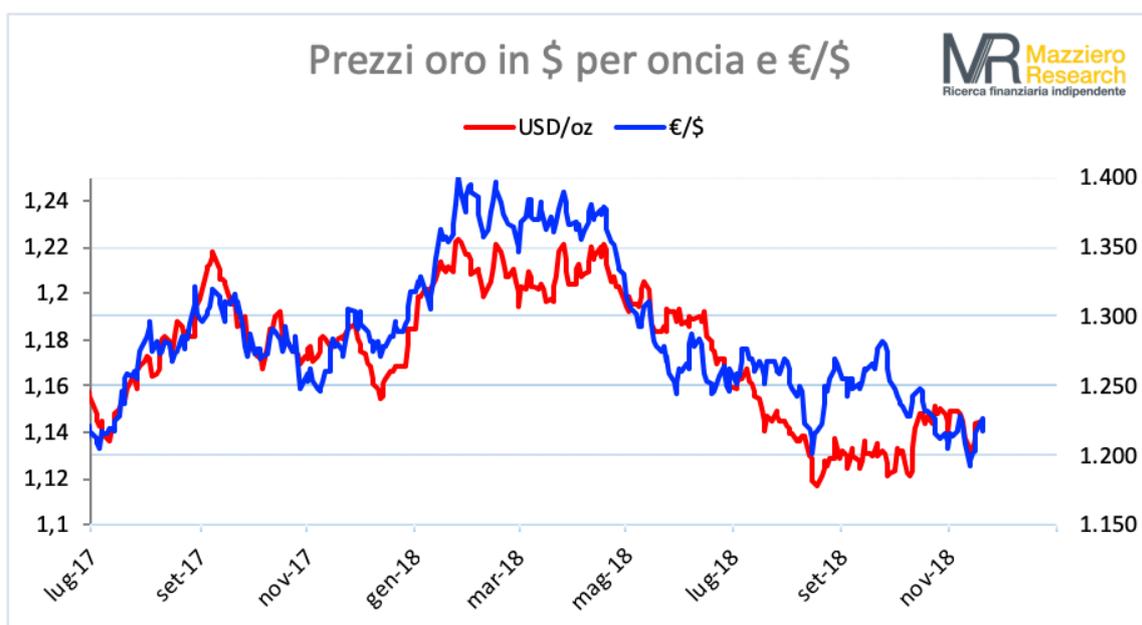


Figura 16: Quotazioni dell'oro in dollari l'oncia e cambio €/€
(Elaborazione su dati World Gold Council)

Il Prodotto Interno Lordo

(Milioni di Euro)	PIL Nominale	Delta PIL	PIL pr. concaten. 2010	Debito pubblico	Deficit/PIL	Debito/PIL	Var.PIL	Inflaz. IPCA
Anno 2000	1.198.292	-	1.555.551	1.300.341	1,30%	109,18%	5,91%	2,60%
Anno 2001	1.255.738	57.446	1.583.118	1.358.333	3,30%	108,78%	4,68%	2,30%
Anno 2002	1.301.873	46.135	1.587.053	1.368.512	3,10%	105,66%	3,67%	2,60%
Anno 2003	1.341.850	39.977	1.589.455	1.393.495	3,40%	104,35%	3,15%	2,80%
Anno 2004	1.397.728	55.878	1.614.599	1.444.604	3,60%	103,81%	3,99%	2,30%
Anno 2005	1.436.380	38.651	1.629.932	1.512.779	4,20%	105,83%	2,92%	2,20%
Anno 2006	1.493.031	56.652	1.662.638	1.582.009	3,60%	106,51%	4,10%	2,20%
Anno 2007	1.554.199	61.168	1.687.143	1.598.971	1,50%	103,41%	3,96%	2,00%
Anno 2008	1.575.144	20.945	1.669.421	1.663.452	2,70%	106,10%	1,34%	3,50%
Anno 2009	1.519.695	-55.449	1.577.903	1.769.794	5,30%	112,50%	-3,56%	0,80%
Anno 2010	1.605.694	85.999	1.604.515	1.851.213	4,20%	115,29%	2,08%	1,60%
Anno 2011	1.637.463	31.769	1.613.767	1.907.781	3,70%	116,51%	1,94%	2,90%
Anno 2012	1.613.265	-24.198	1.568.274	1.990.046	2,90%	123,36%	-0,85%	3,30%
Anno 2013	1.604.599	-8.666	1.541.172	2.070.254	2,90%	129,02%	-0,60%	1,30%
Anno 2014	1.621.827	17.228	1.542.924	2.137.320	3,00%	131,78%	0,10%	0,20%
Anno 2015	1.652.085	30.258	1.557.180	2.173.387	2,60%	131,55%	1,00%	0,10%
Anno 2016	1.689.748	37.663	1.575.018	2.219.546	2,50%	131,35%	0,90%	0,50%
Anno 2017	1.724.954	35.206	1.599.774	2.263.056	2,40%	131,20%	1,60%	1,10%
Anno 2018 (st.DEF)	1.767.600	42.646		2.314.295	1,80%	130,90%	1,20%	1,10%
Anno 2019 (st.DEF)	1.822.700	55.100		2.368.961	2,40%	129,20%	1,50%	2,20%
Anno 2020 (st.DEF)	1.887.000	64.300		2.416.872	2,10%	127,30%	1,60%	2,00%
Anno 2021 (st.DEF)	1.946.300	59.300		2.466.865	1,80%	126,00%	1,40%	1,50%
Anno 2018 (st.UE)	1.743.928	18.974		2.286.290	1,90%	131,10%	1,10%	1,30%
Anno 2019 (st.UE)	1.764.856	20.927		2.311.961	2,90%	131,00%	1,20%	1,50%
Anno 2020 (st.UE)	1.787.799	22.943		2.343.804	3,10%	131,10%	1,30%	1,40%
Anno 2018 (st.FMI)	1.741.749	16.795		2.289.030	1,70%	130,30%	1,20%	1,30%
Anno 2019 (st.FMI)	1.759.166	17.417		2.286.916	2,70%	130,00%	1,00%	1,40%
Anno 2020 (st.FMI)	1.776.758	17.592		2.309.786	2,80%	130,00%	1,00%	
Anno 2021 (st.FMI)	1.792.749	15.991		2.330.574	2,80%	130,00%	0,90%	
Anno 2022 (st.FMI)	1.807.091	14.342		2.170.316	0,70%	120,10%	0,80%	
Anno 2023 (st.FMI)	1.819.741	12.650		2.276.495	2,20%	125,10%	0,70%	
Anno 2018 (st.OCSE)	1.745.653	20.699		2.269.349	1,80%	130,00%	1,20%	
Anno 2019 (st.OCSE)	1.764.856	19.202		2.251.956	0,90%	127,60%	1,10%	

Elaborazione Mazziero Research su dati degli emittenti delle stime

Tabella 12: 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 3° trim. 2018 il PIL è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente.
- Il PIL resta del 4,5% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2018 è +1,0%.
- La produzione industriale a settembre 2018 è scesa dello 0,2% rispetto al mese precedente.
- La produzione industriale a settembre 2018 è salita dell'1,3% rispetto all'anno precedente.
- Il commercio al dettaglio a settembre 2018 è sceso dello 0,8% rispetto al mese precedente.
- Il commercio al dettaglio a settembre 2018 è sceso del 2,5% rispetto all'anno precedente.
- Il commercio elettronico a settembre 2018 è salito del 2,7% rispetto all'anno precedente.

L'analisi alle pagine seguenti

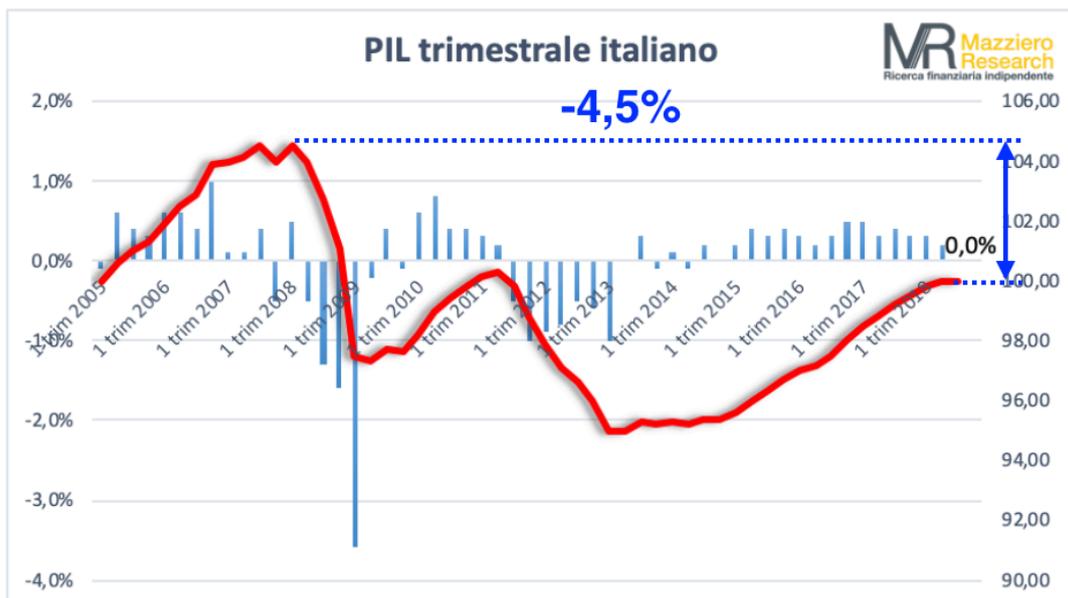


Figura 17: PIL trimestrale dal 2005 al 3 Trim. 2018
(Elaborazione su dati Istat)

PIL: 3° trimestre stagnante, ma migliore rispetto alla Germania

Dopo 14 trimestri di crescita debole, ma nel complesso positiva, il PIL torna a mostrare una crescita piatta; un risultato che potrebbe essere appagante se raffrontato a quello della Germania (-0,2%), ma che non consola, visto che restiamo ancora del 4,5% al di sotto dei livelli precrisi del 1° trimestre 2008, unici in Europa insieme alla Grecia (Figura 17).

Riquadro 5

Stima PIL 2018

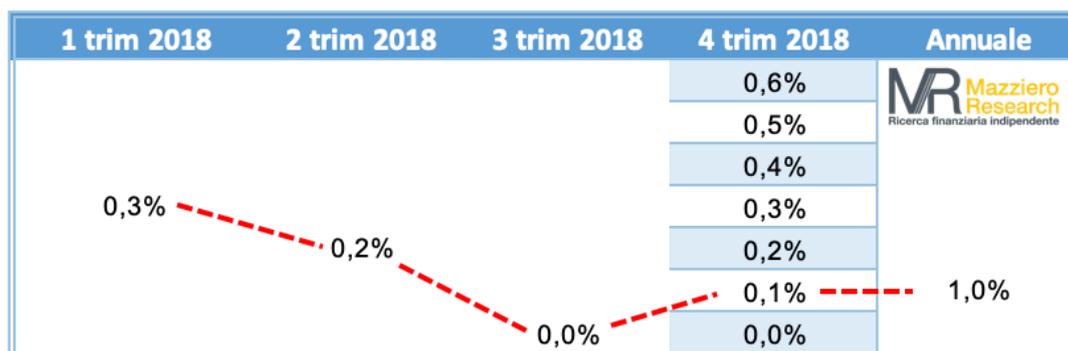


Tabella 13: Stime di evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale
(Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)

Stima PIL 2018: +1,0%, in diminuzione dal +1,1% precedente.
Motivazione della revisione: variazione al 3° trimestre nulla.

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.

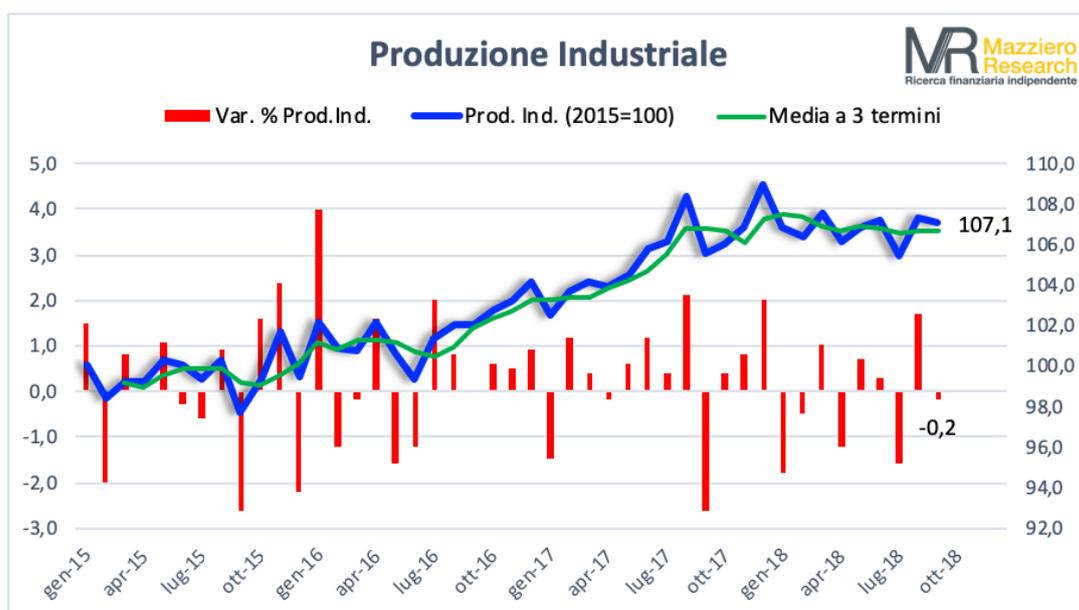


Figura 18: Produzione industriale da gennaio 2015 a settembre 2018 (Elaborazione su dati Istat)

Produzione industriale e commercio al dettaglio in calo

Il valore del PIL trimestrale è solo la cartina al tornasole di uno scenario di sofferenza diffuso con una produzione industriale in tendenza calante (si veda la media a tre termini in verde nella **Figura 18**) e di un commercio al dettaglio che da un anno e mezzo non mostra alcuna tendenza (**Figura 19**).

Cambiano le abitudini di acquisto

Se produzione industriale e commercio al dettaglio appaiono deboli, si devono comunque registrare i segnali di un mondo del consumo che cambia, con fasce sempre più crescenti di popolazione che si rivolgono al canale Internet per gli acquisti: su base annua il commercio elettronico è cresciuto del 2,7% (Fonte Istat).

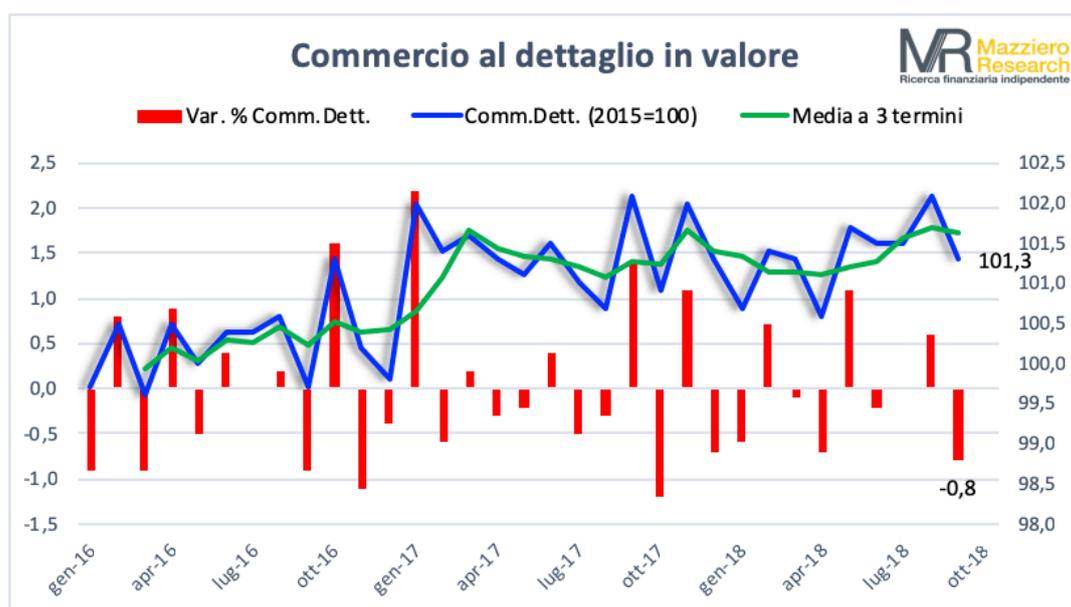


Figura 19: Commercio al dettaglio in valore da gennaio 2016 a settembre 2018 (Elaborazione su dati Istat)

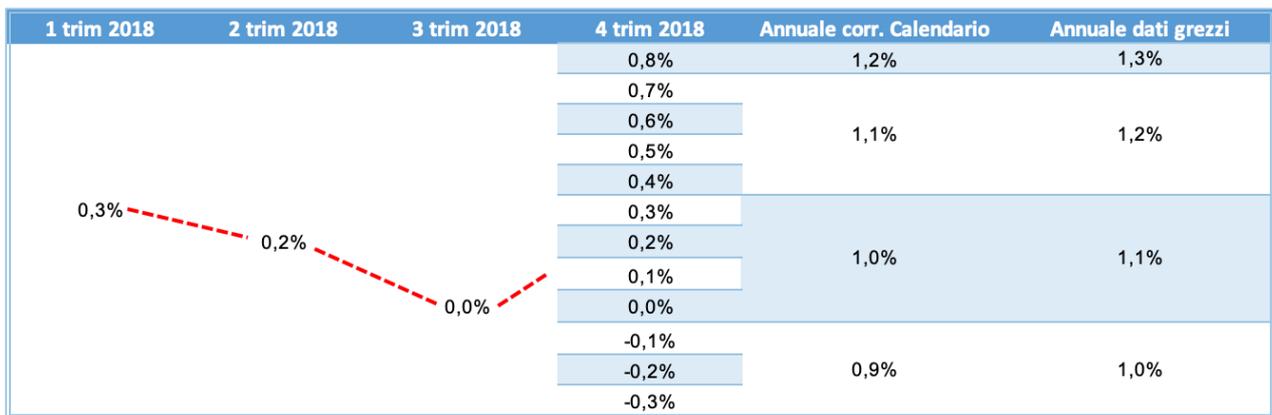


Tabella 14: Valori di progresso PIL nel 4° trimestre e corrispondenti valori annuali (Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)

Abbassiamo ulteriormente le stime di crescita al 1,0%

A seguito del PIL invariato nel 3° trimestre, abbiamo ulteriormente abbassato la stima del PIL annuale all'1,0%, confidando da un lato in una ripresa di almeno lo 0,1% nel 4° trimestre e considerando che anche una variazione nulla produrrebbe il medesimo progresso dell'1,0% annuo.

Incombe tuttavia la possibilità di una recessione nel primo semestre del 2019 anche in considerazione di un ciclo economico globale maturo, di un rallentamento marcato nell'Unione Europea e di un negativo impatto delle sanzioni commerciali a cui sono maggiormente esposte sia Germania sia Italia.

Per il Governo il 2018 si chiuderà con un progresso dell'1,2%

Per il momento, l'esecutivo mantiene una stima del PIL per l'anno in corso all'1,2%. Abbiamo riportato nella **Tabella 14** una gamma di variazioni al 4° trimestre e i conseguenti valori annuali che si otterrebbero; è possibile notare nella penultima colonna che una variazione trimestrale del -0,3%, darebbe un valore annuale del +0,9%, ma sarebbe necessario un progresso del +0,8% per riuscire ad ottenere una variazione annuale dell'1,2%.

Va detto che la penultima colonna riporta i risultati corretti per gli effetti di calendario, la misura solitamente usata dall'Istat ma, parafrasando il giornalista Gregg Easterbrook, torturando a sufficienza i numeri questi potranno dire qualsiasi cosa e spostandosi nell'ultima colonna, che riporta i dati annuali grezzi, è possibile notare che sarà sufficiente un progresso nel 4° trimestre dello 0,4% per raggiungere la faticosa soglia dell'1,2%.

Stante la situazione dell'economia italiana e del panorama globale, sembra comunque che questo obiettivo dello 0,4% nel 4° trimestre sia abbastanza lontano e quindi appare plausibile che ci si trovi di fronte solamente a un temporeggiare prima di dover procedere a una serie di ricalcoli che con un PIL più basso sveleranno livelli maggiori dei rapporti deficit/PIL e Debito/PIL.

Nel 2019 viene indicata una crescita all'1,5%

Ma se la stima governativa del PIL nel 2018 lascia perplessi è nel 2019 che sembrerebbe di essere andati un po' oltre: infatti il progresso stimato dal Governo è dell'1,5%. Nella **Figura 20** possiamo osservare l'evoluzione del PIL annuale negli anni 2015-2017 con istogrammi blu e le stime tendenziali e programmatiche per gli anni 2018-2021.

Le stime tendenziali, istogrammi blu tratteggiati, sono quelle relative a legislazione vigente e derivanti dal Governo Gentiloni, mentre quelle programmatiche, **istogrammi rossi tratteggiati**, sono quelle indicate dal Governo Conte per il prossimo bilancio e soggette ancora ad approvazione.

Come si può notare viene prevista una crescita del 1,6%, 1,5% e 1,4% nel prossimo triennio.

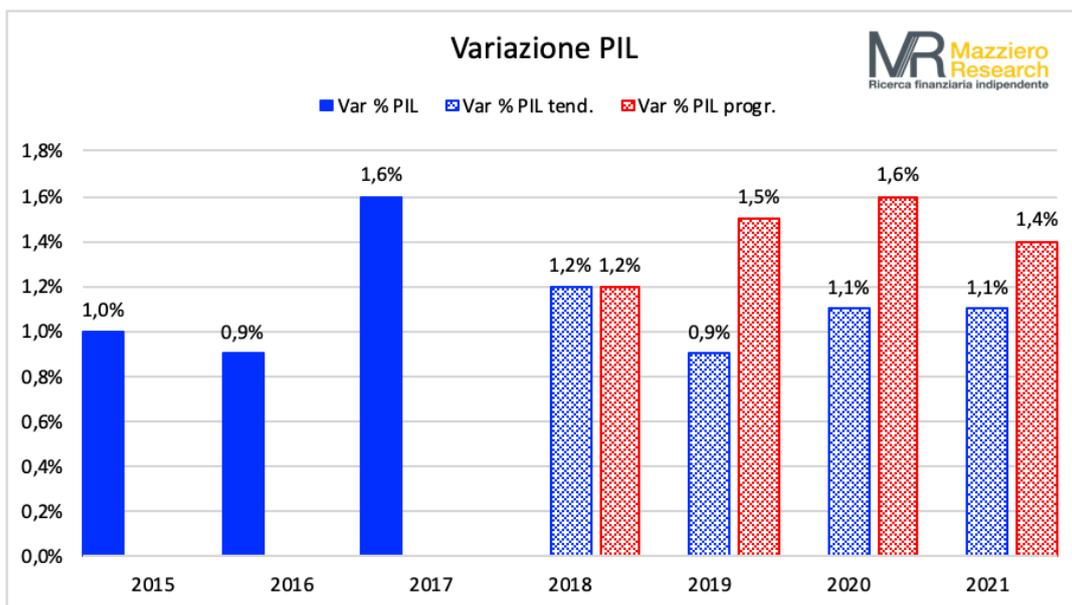


Figura 20: Stime PIL tendenziali e programmatiche anni 2018-2021
(Elaborazione su dati MEF - NaDEF)

Come si ottiene la crescita dell'1,5% nel 2019

Nel nostro **Speciale NaDEF**, pubblicato l'8 ottobre scorso con analisi e commenti sulla Nota di aggiornamento al DEF, abbiamo definito ottimistiche le stime di crescita nel prossimo triennio anche in considerazione del ciclo globale.

Le valutazioni di altri enti, italiani ed esteri, a loro volta sono giunti alla medesima conclusione e anche i rilievi della **Commissione Europea** puntano il dito a questo aspetto, oltre a evidenziare un nuovo ritocco all'insù del percorso di riduzione del debito.

Il Governo, tuttavia, è rimasto fermo su tutta la linea confermando gli obiettivi del PIL, tanto da pubblicare una **nota del Ministro Tria** (Comunicato 180 del 13 novembre 2018) che testualmente riporta la frase: **“Il tasso di crescita non si negozia”**.

Siamo di fronte a un azzardo oppure si sbagliano tutti e sono giusti i calcoli del Governo?

La **Tabella 15** mostra come si compone la crescita dell'1,5% nel 2019: per uno 0,9% abbiamo la crescita prevista a livello tendenziale (**Figura 20**), che il Governo ripropone senza apportare variazioni, a cui viene sommato un ulteriore 0,6% derivante dalle misure pro-crescita inserite nel **DDL Bilancio**.

Ciò che dobbiamo domandarci è se tali valori possano essere congrui, pur coscienti di addentrarci in un ginepraio dove nessuno ha la verità in tasca (si veda a tal proposito anche la Nota economica di Gabriele Serafini).

Iniziamo con lo 0,9% di PIL tendenziale per l'anno 2019: è tanto? È poco? È raggiungibile? Il valore dipenderà dal progresso del 4° trimestre e dal valore finale del 2018, ma si pensi che sarebbe necessario che tutti i quattro trimestri del 2019 avessero un progresso dello 0,3% per raggiungere lo 0,9% annuale. Se si osserva la dinamica di quest'anno si comprende come questo sia un obiettivo per nulla scontato, specialmente se si ipotizza un peggioramento economico globale.

Il Governo poi somma a questo 0,9% un ulteriore 0,6% determinato dalle manovre espansive. Potranno queste misure innalzare il PIL dello 0,6%? È una questione di moltiplicatore: cioè di quanto una misura espansiva si traduce in un PIL maggiore.

In merito ai 9 miliardi del reddito di cittadinanza, l'**Istat** nell'audizione alle Camere (si veda riferimento nella Bibliografia), stima che il moltiplicatore potrebbe essere dello 0,7% e le simulazioni effettuate indurrebbero un aumento del PIL dello 0,2% o nel caso più ottimistico potrebbe spingersi allo 0,3%.

TABELLA III.1-2 PROSPETTIVE MACROECONOMICHE (1.A)

	Codifica ESA	2017	2017	2018	2019	2020	2021
		Livello Milioni di euro	var. %				
1. PIL reale	B1*g	1.599.774	1,6	1,2	1,5	1,6	1,4
di cui							
1.1. componente attribuibile all'impatto sulla crescita economica dell'insieme delle misure contenute nel DDL bilancio					0,6	0,5	0,3
2. PIL Potenziale		1.638.179	0,4	0,7	0,9	1,0	1,0
contributi :							
- lavoro			0,3	0,4	0,5	0,5	0,4
- capitale			0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
- produttività totale dei fattori			0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
3. PIL nominale	B1*g	1.724.954	2,1	2,5	3,1	3,5	3,1
Componenti del PIL reale							
4. Consumi privati	P.3	963.080	1,5	1,1	1,3	1,3	1,2
5. Spesa della P.A. e I.S.P.	P.3	312.960	-0,1	0,4	1,1	0,8	0,5
6. Investimenti fissi lordi	P.51	286.204	4,3	4,4	3,7	3,2	2,8
7. Variazione delle scorte (in % del PIL)	P.52 + P.53		-0,4	0,1	-0,1	0,1	0,1
8. Esportazioni di beni e servizi	P.6	507.130	5,7	0,4	2,6	3,4	3,6
9. Importazioni di beni e servizi	P.7	472.736	5,2	1,7	3,0	3,8	4,0
Contributi alla crescita del PIL reale							
10. Domanda interna		-	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4
11. Variazione delle scorte	P.52 + P.53	-	-0,3	0,1	-0,1	0,1	0,1
12. Esportazioni nette	B.11	-	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1

*Tabella 15: Composizione della crescita del PIL 2019
(Fonte MEF – Documento di Programmazione di Bilancio 2019)*

Se così fosse saremmo a metà strada e anche con un moltiplicatore più basso (nel 2017 la **Banca dei Regolamenti Internazionali** ha calcolato un moltiplicatore dello 0,38% per l'Eurozona, come viene riportato da una newsletter di Hoisington, si veda riferimento nella Bibliografia) le restanti misure per **flat tax** e **investimenti** (12-13 miliardi) potrebbero raggiungere se non lo 0,3% mancante, almeno uno 0,2%.

L'incognita è su **quanto tempo sarà necessario per l'applicazione a regime** delle varie misure e per ottenere la favorevole ricaduta sulla crescita del PIL.

Infatti, è proprio questo l'aspetto più critico, in quanto visto nel suo insieme l'1,5% di crescita annua sarà raggiunto solo se si riuscirà ad ottenere un progresso per tutti e quattro i trimestri pari allo 0,5%.

Il Governo sembra essere pienamente cosciente di queste sfide, visto che nella lettera ai Commissari del 13 novembre specifica la presenza "di un cuscinetto di salvaguardia che previene un deterioramento dei saldi di bilancio anche nel caso in cui gli obiettivi di crescita non siano pienamente conseguiti." Vengono aggiunti inoltre incassi da privatizzazioni per l'1% del PIL nel 2019 (17-18 miliardi) per creare un margine di sicurezza a garanzia che gli obiettivi di riduzione del debito siano raggiunti anche nel caso non si raggiunga la crescita del PIL ipotizzata.

C'è solo un aspetto da sottolineare al riguardo che le privatizzazioni negli anni passati sono state sempre lunghe e hanno fornito incassi inferiori a quanto auspicato; verrà ancora usato l'escamotage di passare le quote delle aziende pubbliche a Cassa Depositi e Prestiti facendole uscire solo contabilmente dal perimetro pubblico?

La storia infinita delle clausole di salvaguardia

Le clausole di salvaguardia sono quelle misure che ci portiamo avanti dal 2011 poste a garanzia nel caso non vengano raggiunti gli obiettivi di bilancio. La loro attivazione che consiste in aumenti di Iva e accise è automatica, salvo che in tempo utile non venga neutralizzata ponendo a bilancio le cifre necessarie di copertura alternativa.

Ogni anno quindi si assiste al balletto delle dichiarazioni in cui viene promessa la loro disattivazione, che tuttavia avviene solo per l'anno seguente dato che per quelli successivi, la presenza delle clausole aiuta a mantenere una dinamica del debito discendente, che poi verrà inevitabilmente rinviata.

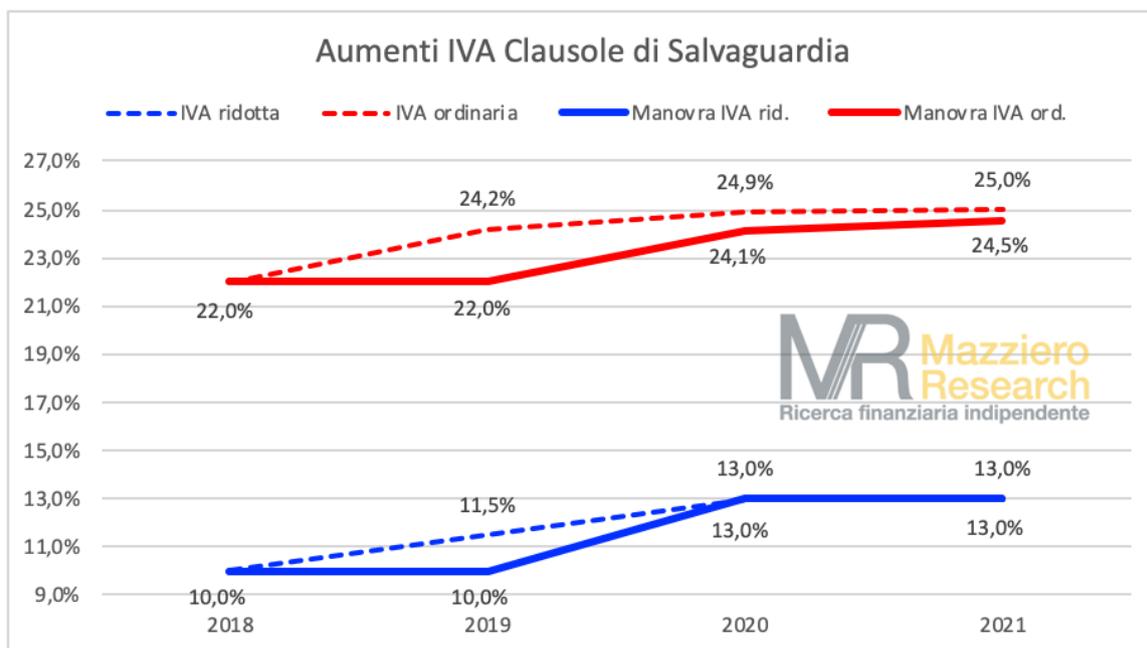


Figura 21: Clausole di salvaguardia Leggi di Bilancio 2018 e 2019
(Elaborazione su dati MEF - NaDEF)

La **Figura 21** mostra la dinamica delle aliquote Iva ordinaria (in rosso) e ridotta (in blu) previste dalle clausole di salvaguardia presenti nelle Leggi di Bilancio 2018 (linea tratteggiata) e 2019 (linea continua).

È possibile osservare che nel 2019 l'Iva ordinaria avrebbe dovuto passare dal 22% al 24,2%, mentre quella ridotta dal 10% sarebbe salita all'11,5%.

Le linee continue mostrano che tali aumenti nel 2019 non vi saranno, ma incombono ancora per gli anni successivi seppur con una dinamica più morbida per l'aliquota ordinaria.

Finalmente ritornano gli investimenti

L'esame di questa sezione non sarebbe completa se non sottolineassimo la **vera nota positiva della programmazione economica** e riguarda finalmente una ripresa degli investimenti dopo una lunga tendenza di riduzione.

In questi anni i Governi che si sono succeduti hanno sempre aumentato la spesa pubblica, talvolta con provvedimenti di scarso ritorno, e come se non bastasse hanno ridotto l'avanzo primario (entrate meno spese prima della spesa per interessi) e diminuito gli investimenti.

Anno dopo anno il nostro Paese si è trovato con infrastrutture obsolete e incapacità di cogliere le sfide di un mondo che cambia.

La **Figura 22** mostra l'evoluzione degli investimenti pubblici tendenziali e programmatici rapportati al PIL; come si può notare dagli istogrammi tratteggiati in rosso, gli investimenti torneranno a salire passando dall'1,9% del PIL al 2,1% nel 2019 e raggiungendo il 2,3% del PIL nel 2021.

La somma annuale destinata agli investimenti raggiungerà i 45 miliardi nel 2021, con un incremento nel triennio di 14-15 miliardi. Non si tratta di una misura per gettare fumo negli occhi, ma il Governo sembra davvero intenzionato a far decollare questi fondi grazie a una semplificazione delle procedure amministrative e alla creazione di una cabina di regia che sovrintenda gli interventi, dando nel contempo supporto alla progettazione.

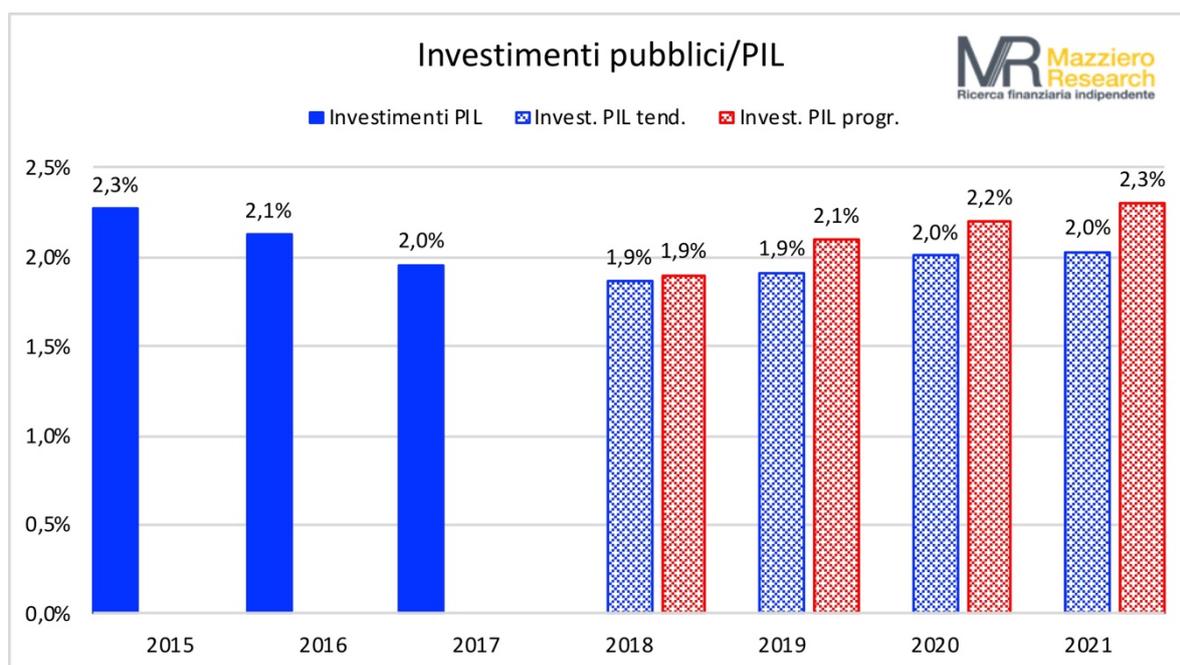


Figura 22: Evoluzione degli investimenti lordi tendenziali e programmatici (Elaborazione su dati MEF - NaDEF)

PROSPETTO 1. ECONOMIA SOMMERSA E ATTIVITÀ ILLEGALI. Anni 2013-2016, milioni di euro

	Anni			
	2013	2014	2015	2016
Economia sommersa	189.941	196.005	190.251	191.838
da Sottodichiarazione	99.444	99.542	93.119	95.383
da Lavoro irregolare	92.299	78.068	76.998	78.010
Altro	18.199	18.396	20.134	18.445
Attività illegali	16.548	16.884	17.099	17.981
Economia non osservata	206.490	212.889	207.351	209.819
Valore aggiunto	1.444.106	1.457.859	1.485.251	1.517.531
PIL	1.604.599	1.621.827	1.652.085	1.689.748

L'economia non osservata mitiga il valore della pressione fiscale

Uno degli aspetti poco conosciuti è che il PIL è composto sia da attività misurate sia dalla stima dell'economia non osservata, che comprende le attività sommerse o sottodichiarate e le attività illegali come spaccio, contrabbando, prostituzione e il loro indotto.

Come si può osservare dalla **Tabella 16** queste attività nel 2016 sono state di 210 miliardi, pari al 12,4% del PIL.

Tabella 16: Economia sommersa e attività illegali (Fonte Istat)

Prendendo per buone queste stime, occorre dire che queste incidono sul dato della pressione fiscale che viene calcolata dividendo la somma delle entrate tributarie e dei contributi sociali con il valore del PIL.

È abbastanza facile comprendere che mentre le entrate e i contributi provengono da attività regolari, se il PIL comprende anche attività sommerse o illegali senza carico fiscale, il reale peso per chi davvero paga imposte e contributi sarà ben maggiore del 41,9% previsto nel 2018 e potrà piuttosto avvicinarsi al 47,5% (calcolato escludendo dal PIL l'economia non osservata); se poi si considera che vi sono fasce di reddito esenti (no-tax area) o imponibili con imposte sostitutive o, in futuro, quanti beneficeranno della flat-tax è facilmente intuibile che esistono contribuenti, persone fisiche o aziende, che pagano ben oltre il 50%.

Riquadro 6

Prodotto interno lordo (PIL, in inglese GDP)

Misura il risultato finale dell'attività produttiva di persone e imprese residenti. In Italia è calcolato mediante il "Metodo della produzione" che consiste nel sottrarre alla produzione i costi intermedi. Il PIL comprende: gli investimenti e i consumi finali dei soggetti privati, una parte della spesa dello Stato e delle amministrazioni pubbliche (es. non comprende la spesa per le pensioni e per gli interessi passivi sul debito pubblico), le esportazioni a cui vengono sottratte le importazioni, oltre ad altre voci minori.

PIL nominale

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

PIL reale

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

Deflatore PIL

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

Dati corretti per gli effetti di calendario

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

Dati destagionalizzati

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

Variazione congiunturale

Variazione percentuale rispetto al trimestre precedente.

Variazione tendenziale

Variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente.

Crescita acquisita

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

L'inflazione

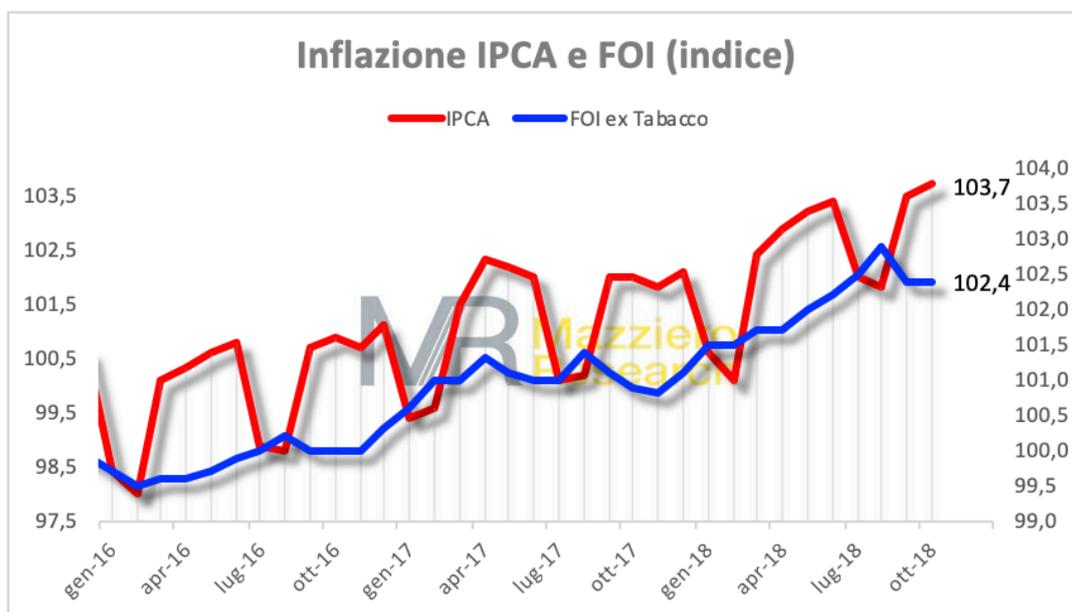


Figura 23: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2016 a ottobre 2018 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso di inflazione annua IPCA a ottobre è pari al +1,7%.
- Il tasso di inflazione annua FOI a ottobre è pari al +1,5%.
- Il tasso di inflazione annua NIC a ottobre è pari al +1,6%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2018 è pari al +1,42%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 103,7.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 102,4.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 102,6.

L'analisi

Inflazione moderata e spinta da fattori esterni

Pur con un commercio al dettaglio in calo, l'inflazione è presente e lo vediamo dall'andamento degli indici riportati nella **Figura 23** e nella **Figura 24**

Analizzando le divisioni di spesa che determinano questa inflazione troviamo al primo posto **abitazione, acqua ed energia**, cioè le utenze domestiche, e al secondo posto i **trasporti**. Le variazioni di entrambe le divisioni di spesa non sono determinate dalla pressione di acquisto dei consumatori, ma vengono determinate a priori per le tariffe e da fattori internazionali per il prezzo del petrolio. Ci troviamo così di fronte al classico caso in cui l'inflazione viene subita dai cittadini, indipendentemente dal fatto che il proprio reddito sia aumentato o diminuito.

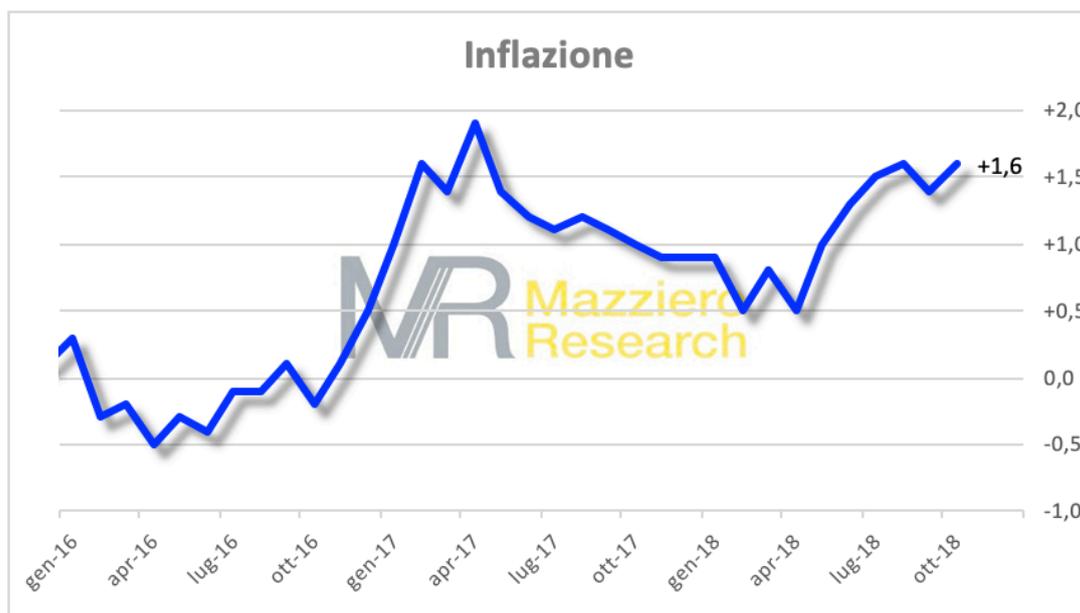


Figura 24: Valori di inflazione dell'indice NIC
(Elaborazione su dati Istat)

Inflazione in base alla frequenza di acquisto

La **Figura 25** mostra l'andamento dell'indice generale NIC suddivisa per frequenza di acquisto dei beni (alta: alimentari, spese domestiche e carburanti, 40% sul totale; media: abbigliamento, bollette, servizi medici, 42% sul totale; bassa: elettrodomestici e auto, 18% sul totale).

L'alta frequenza di acquisto, dopo una fase di stabilità sembrerebbe tornare a guardare verso l'alto, è quindi possibile che entro tre-sei mesi anche la media frequenza di acquisto, ora in calo evidente, torni a salire determinando un impatto significativo anche nell'indice generale.

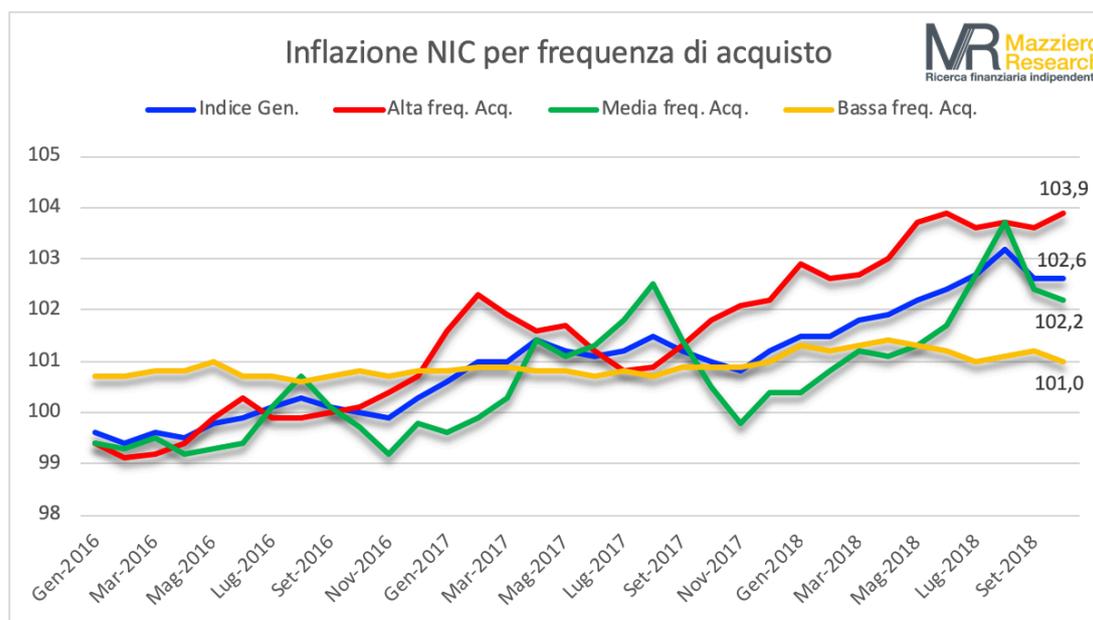
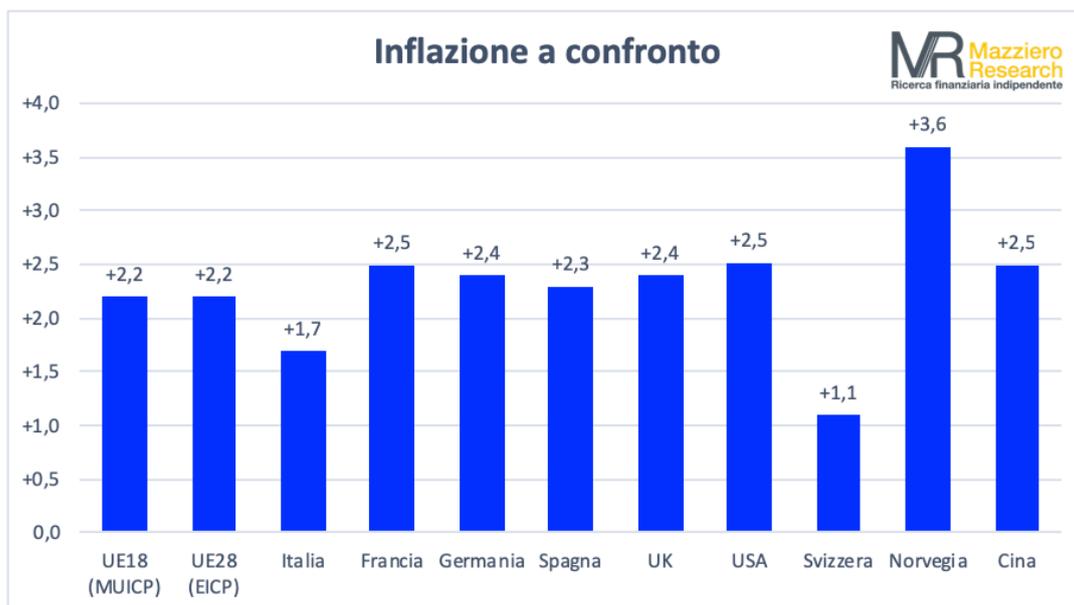


Figura 25: Indice NIC per frequenza di acquisto
(Elaborazione su dati Istat)



*Figura 26: Inflazione nei vari Paesi a settembre 2018
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Inflazione italiana e svizzera simili, ma per ragioni opposte

La **Figura 26** mostra una panoramica del tasso di inflazione fra diversi paesi nel mese di settembre; è possibile notare come tutti gli istogrammi presentino un valore al di sopra del 2% ad eccezione di Italia e Svizzera.

Questa somiglianza, tuttavia, non ci deve trarre in inganno in quanto l'inflazione italiana è più bassa di altri paesi per una minore pressione sui consumi, determinata dall'incertezza dei cittadini, mentre l'inflazione svizzera è determinata da una valuta forte pur in presenza di un tasso di crescita annuale del PIL vicino al 3%. Nel caso dell'Italia ci troviamo di fronte a un'economia debole, mentre nel caso della Svizzera ci troviamo di fronte a un'economia tonica e in solida crescita.

Riquadro 7

Inflazione acquisita

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

FOI (ex tabacchi)

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

NIC

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

IPCA

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

La disoccupazione



Figura 27: Disoccupazione in Italia da gennaio 2016 a settembre 2018
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 10,1% a settembre 2018; minimo annuale 9,8% ad agosto.
31,6% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni;
minimo annuale 31,1% a luglio.
- Tasso di occupazione: 58,8% della popolazione tra 15 e 64 anni;
massimo 58,9% ad agosto 2018
- Tasso di inattività: 34,5% della popolazione tra 15 e 64 anni.
- Tasso di mancata partecipazione: 19,1% nel 2 trim.2018;
record storico 23,7% nel 1 trim.2015;
- Cassa integrazione: da gennaio a settembre 2018 autorizzate 162,0 milioni di ore;
nello stesso periodo 2017 furono autorizzate 266,4 milioni di ore.

L'analisi

Il miraggio della disoccupazione al di sotto del 10%

È durato poco, anzi a dire il vero si è trattato di un miraggio, ci stiamo riferendo al tasso di disoccupazione al di sotto del 10%. Il dato di agosto, con un 9,7% poi corretto in 9,8%, aveva sollevato le speranze di poterci lasciare alle spalle il tasso disoccupazione a doppia cifra, ma a settembre siamo ritornati al 10,1% (linea rossa, **Figura 27**).

Nulla di definitivo, dato che l'appuntamento è solo rimandato, considerando il trend ormai stabile di aumento degli occupati (si veda anche più avanti sulla qualità del lavoro).



Figura 28: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2016 a settembre 2018 (Elaborazione su dati Istat)

Troppo lenta la riduzione della disoccupazione giovanile

Ciò che dovrebbe invece impensierirci è il tasso di disoccupazione giovanile che ancora non accenna a scendere al di sotto del 30%; la lettura di settembre al 31,6% sembra arrestare quel trend di riduzione che appare molto molto meno accentuato dello scorso anno (linea blu, **Figura 20**).

Disoccupazione e tasso di inattività: la lettura congiunta

Per comprendere quanto stabile possa essere un forte calo della **disoccupazione** (linea rossa, **Figura 28**), come avvenuto ad agosto, è bene sempre raffrontarlo all'andamento del **tasso di inattività** (linea blu, **Figura 28**). Il fatto che questo aumenti sensibilmente in corrispondenza del calo di disoccupazione ci indica che quest'ultima cala più per una diminuzione del numero di coloro che cercano un posto di lavoro piuttosto che per coloro che lo trovano.

I dati tendenziali prevalgono su quelli congiunturali

Al tempo stesso non si deve incorrere nel tranello di sovrastimare i **dati congiunturali**, mensili o trimestrali, che presentano una variabilità più accentuata rispetto ai **dati tendenziali**, che confrontano i valori con l'anno precedente.

Sono infatti i dati tendenziali che ci consentono di individuare l'andamento di lungo termine, filtrando il rumore generato dai dati di breve termine.

Se osserviamo quindi le variazioni su base annua (**Tabella 17**) potremo notare che da settembre 2017 a settembre 2018 gli occupati sono aumentati di 207 mila unità (+0,9%), i disoccupati sono diminuiti di 288 mila unità (-9,9%) e gli inattivi si sono ridotti di 19 mila unità (-0,1%). Il che conferma, nel complesso, un miglioramento del mercato del lavoro, pur considerando che il divario con altri paesi europei resta ancora rilevante (si veda più avanti).

POPOLAZIONE PER GENERE E CONDIZIONE PROFESSIONALE

Settembre 2018, dati destagionalizzati

	Valori assoluti (migliaia di unità)	Variazioni congiunturali				Variazioni tendenziali	
		set18 ago18 (assolute)	set18 ago18 (percentuali)	lug-set18 apr-giu18 (assolute)	lug-set18 apr-giu18 (percentuali)	set18 set17 (assolute)	set18 set17 (percentuali)
MASCHI							
Occupati	13.511	-10	-0,1	+9	+0,1	+126	+0,9
Disoccupati	1.391	+45	+3,4	-84	-5,8	-138	-9,0
Inattivi 15-64 anni	4.772	-26	-0,5	+37	+0,8	-27	-0,6
FEMMINE							
Occupati	9.796	-24	-0,2	-19	-0,2	+81	+0,8
Disoccupati	1.221	+36	+3,0	-96	-7,3	-150	-10,9
Inattivi 15-64 anni	8.524	-16	-0,2	+88	+1,0	+8	+0,1
TOTALE							
Occupati	23.308	-34	-0,1	-10	0,0	+207	+0,9
Disoccupati	2.613	+81	+3,2	-180	-6,5	-288	-9,9
Inattivi 15-64 anni	13.296	-43	-0,3	+126	+1,0	-19	-0,1

Tabella 17: Variazioni congiunturali e tendenziali del mercato del lavoro
(Fonte: Istat)

Si riduce anche il tasso di mancata partecipazione

Un ulteriore elemento di valutazione è il **tasso di mancata partecipazione**, cioè quella misura che comprende anche quanti pur essendo disponibili a lavorare non lo cercano. Le ragioni alla base di un tale atteggiamento possono essere molteplici, in primis probabilmente lo sconforto, oltre al fatto che la mancata ricerca è legata alle condizioni salariali o logistiche dei luoghi di lavoro che rendono poco incentivanti l'impiego lavorativo del proprio tempo.

Come si può osservare nella **Figura 29** dopo l'aumento del tasso di mancata partecipazione nel primo trimestre 2018, questo è tornato a scendere riprendendo quel percorso di riduzione in atto dall'inizio del 2015.

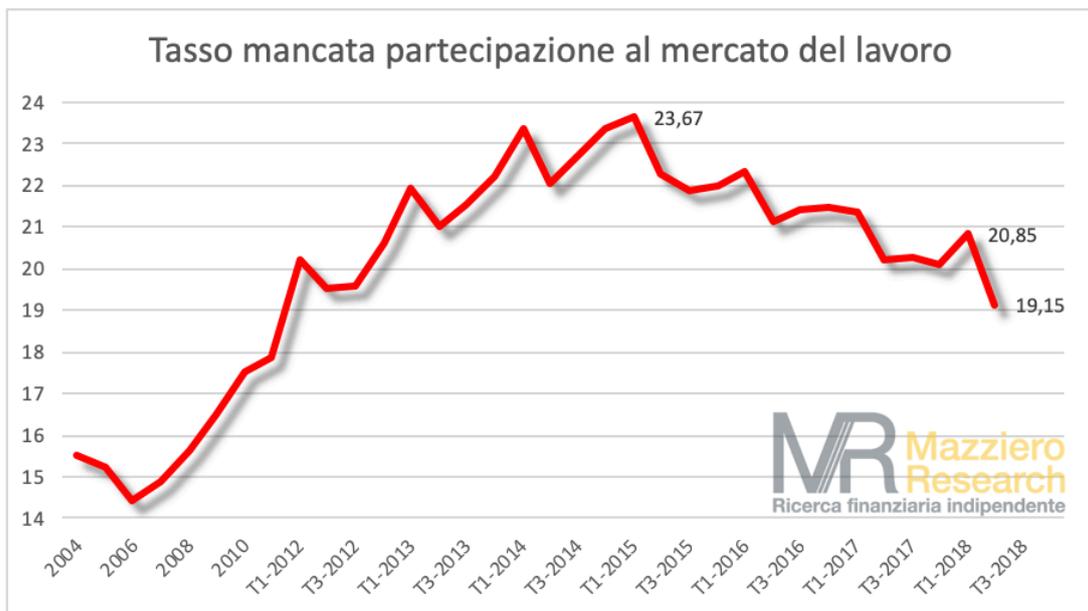


Figura 29: Tasso di mancata partecipazione dal 2004 al 2 trim 2018
(Elaborazione su dati Istat)

Reddito di cittadinanza e tasso di mancata partecipazione

Sarà interessante a questo punto verificare eventuali influenze del reddito di cittadinanza, annunciato dal Governo, sul tasso di mancata partecipazione: qualora la struttura organizzativa dei Centri per l'Impiego non sarà in grado di sorvegliare, proporre, stimolare nuovi impieghi ai fruitori dell'assegno, questo potrebbe diventare un accettabile sostegno reddituale e quindi far tornare a crescere il tasso di mancata partecipazione.

Nel contempo, non necessariamente le influenze del reddito di cittadinanza potrebbero mostrarsi tutte negative, in quanto la minore disponibilità a lavorare per impieghi con salari al di sotto di 780 euro, più circa 200 euro di spese medie che si sostengono per produrre reddito (spostamenti, mensa, vestiario ecc.), potrebbero far diminuire la disoccupazione derivante dalla ricerca infruttuosa del lavoro.

Oltremodo, una inferiore offerta di lavoro e l'indisponibilità a lavorare per meno di 800-1.000 euro indurrebbero le aziende ad alzare il salario. Questo aspetto potrebbe a sua volta favorire parzialmente i consumi, che nel contempo dovrebbero avere anche un beneficio dall'obbligo di impiegare il reddito di cittadinanza in acquisti di beni, pena la decadenza (si veda anche il livello di inflazione nazionale a confronto con gli altri paesi europei).



Figura 30: Carattere dell'occupazione da gennaio 2008 a settembre 2018 (Elaborazione su dati Istat)

Le sfide enormi di un mercato del lavoro in continuo cambiamento

La fotografia non sarebbe comunque completa se non considerassimo le sfide ben più grandi che provengono da cambiamenti strutturali del mercato del lavoro. La **Figura 30** mostra l'evoluzione dei caratteri dell'occupazione partendo dall'inizio della crisi (gennaio 2008) a settembre 2018. È possibile notare che, pur con oscillazioni durante il periodo di osservazione, gli occupati permanenti sono gli stessi di inizio 2008 (14.794 nel 2008, 14.783 oggi); mentre i lavoratori indipendenti si sono ridotti dell'11% (5.993 nel 2008, 5.342 oggi). La vera rivoluzione epocale sta nel continuo aumento dei lavoratori a termine, con una forte accelerazione da inizio 2016 e una crescita del 34% negli ultimi quattro anni (2.274 a luglio 2014, 3.182 oggi).

Chiaramente sono numeri inferiori, in termini assoluti, rispetto ai lavoratori permanenti, ma la tendenza è chiara e netta ed è proprio in questa direzione che dovrebbe essere rivolta l'attenzione della politica, che invece sembra spinta verso provvedimenti che vanno nel senso opposto.

La massa silenziosa degli indipendenti

Nel considerare il mercato del lavoro non si deve dimenticare la categoria dei lavoratori indipendenti che, seppur in numeri assoluti inferiori, rappresentano il 23% degli occupati; una proporzione ben più ampia della media UE, che si attestava nel 2017 al 15,7%.

All'interno di questa categoria si presentano profili professionali e livelli di autonomia molto differenti. L'Istat in una recente indagine distingue tre grandi raggruppamenti: autonomi con dipendenti, cioè datori di lavoro (1 milione 401 mila), autonomi "puri" senza dipendenti (3 milioni 314 mila) e lavoratori parzialmente autonomi (338 mila), con indizi di subordinazione.

Ed è proprio quest'ultimo gruppo che presenta le maggiori analogie con i dipendenti temporanei evidenziando un altro aspetto del grande cambiamento del mercato del lavoro. Infatti, i lavoratori parzialmente autonomi, potrebbero essere in tutto e per tutto dei dipendenti che hanno dovuto loro malgrado intraprendere la libera professione pur di lavorare, o talvolta per mantenere l'occupazione presso la medesima azienda che li aveva assunti in passato.

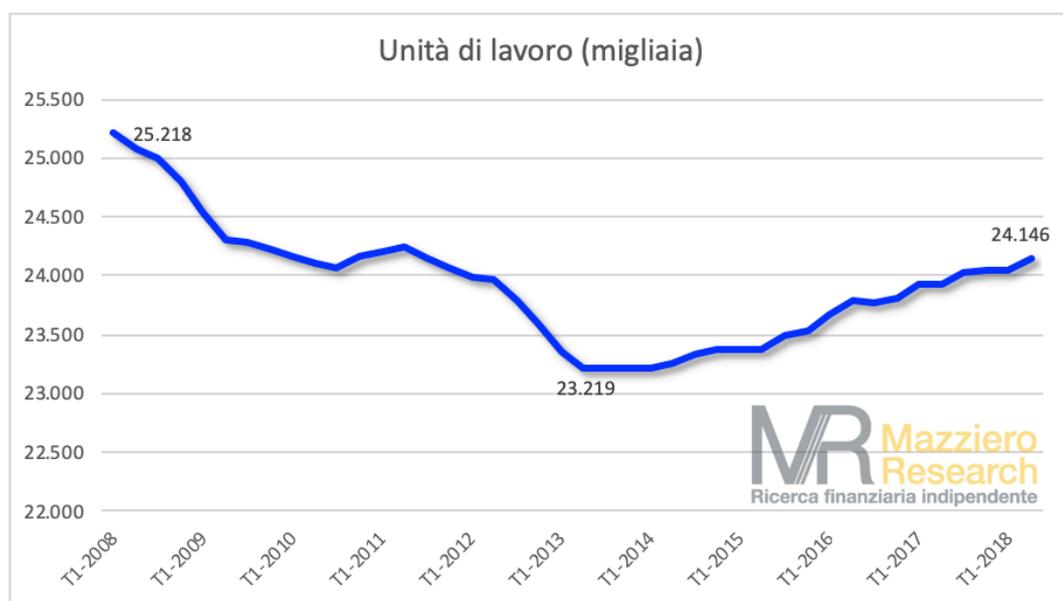
La dimostrazione deriva dal fatto che, sempre secondo l'Istat, un lavoratore parzialmente autonomo su due vorrebbe diventare dipendente, mentre soltanto il 10,7% dei dipendenti vorrebbe diventare indipendente.

Continuano ad aumentare le unità di lavoro

Nel complesso occorre comunque dire che le unità di lavoro, ovvero l'equivalente a tempo pieno delle ore lavorate, sono in continuo aumento dal 2013 con un tasso che attualmente è intorno all'1% l'anno (**Figura 31**).

Detto in altri termini, il mondo del lavoro si presenta con una grande varietà di impieghi: permanenti, temporanei, tempi parziali, apprendistati ecc. (si vedano anche gli Osservatori **Italia 3 trim 2017 - Pil debito & Co** e **Italia economia a metà 2018**) e nel complesso la domanda di lavoro aumenta.

Ciò non significa tuttavia che coloro che lavorano riescano a trovare condizioni economiche soddisfacenti e l'andamento dei consumi (si veda anche il dato del commercio al dettaglio) sembrerebbe proprio dire di no.



*Figura 31: Unità di lavoro da 1 trim 2008 a 2 trim 2018
(Elaborazione su dati Istat)*

PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO (a): PRINCIPALI PAESI EUROPEI. Tassi di variazione medii annui

	EU28	EU15	EA19	DE	ES	FR	UK	IT
Produttività del lavoro								
1995-2017	1,6	1,3	1,3	1,5	0,6	1,4	1,5	0,4
2003-2015	1,3	1,1	1,2	1,2	1,0	0,8	0,8	0,3
2003-2009	0,7	0,7	0,6	0,4	0,6	0,5	1,0	- 0,3
2009-2015	1,8	1,5	1,7	1,9	1,4	1,1	0,7	0,8
2016	0,9	0,7	0,9	1,9	0,8	0,2	- 0,3	- 0,1
2017	1,7	1,4	1,4	1,5	1,7	1,5	1,4	0,8

Tabella 18: Confronto produttività del lavoro in Europa
(Fonte: Istat)

Le nuove tendenze non colmano il gap produttività

A questo punto si dovrebbe pensare che queste nuove modalità di lavoro si accompagnino con un miglioramento della produttività del lavoro. Quello che si scopre dalla **Tabella 18** è che il miglioramento c'è stato, ma di misura ampiamente inferiore a quello dei maggiori paesi europei e della media dell'Unione Europea.

Il che significa che il gap di minore produttività del lavoro del nostro paese non si sta colmando, anzi continua ad allargarsi.

Normalizzazione del ricorso alla Cassa Integrazione

Nel contempo, possiamo vedere che continuano a scendere le ore autorizzate di **Cassa Integrazione (Figura 32)**: nel terzo trimestre dell'anno in corso sono risultate la metà di quelle dell'anno precedente nel medesimo periodo. Le ore autorizzate nei primi tre trimestri del 2018 sono state 162 milioni, inferiori di oltre un terzo a quelle dell'anno precedente.

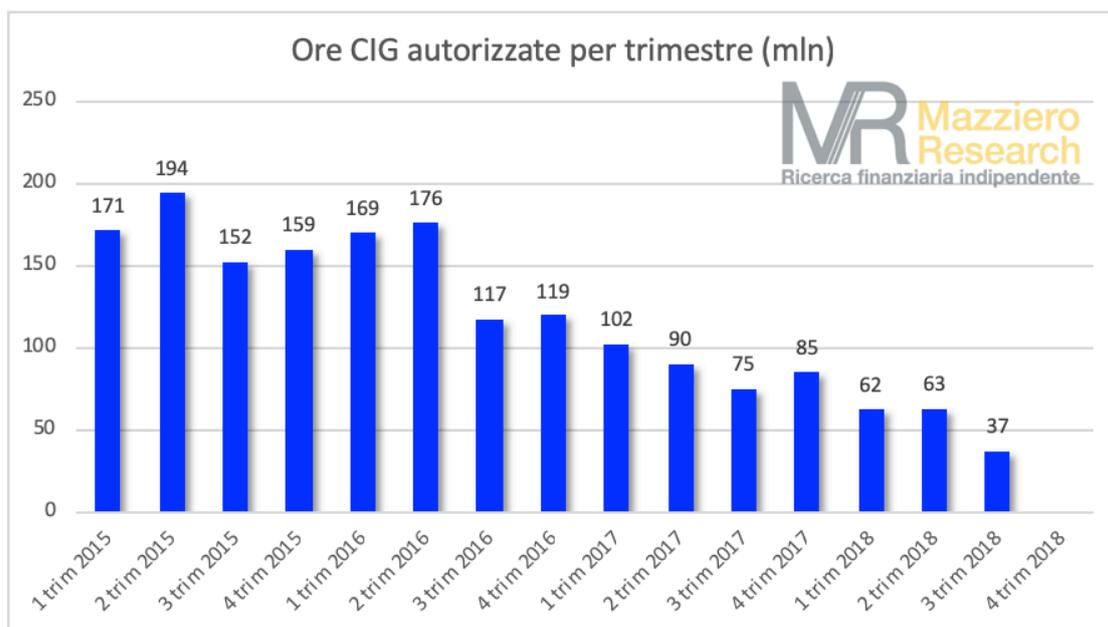


Figura 32: Ore di cassa integrazione trimestrali autorizzate dal 2015 a settembre 2018
(Elaborazione su dati Inps)



*Figura 33: Disoccupazione in Europa a settembre 2018
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Disoccupazione in Europa: divergenze in calo

Il confronto della disoccupazione in Europa (**Figura 33**) vede una Spagna che continua a ridurre speditamente il proprio tasso e potrebbe entro un paio d'anni rientrare nella media europea. L'Italia si avvicina progressivamente alla Francia, abbastanza stabile appena sopra il 9%, mentre la Germania si mantiene in una condizione di piena occupazione con un tasso di disoccupazione al 3,4%.

Riquadro 8

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

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

Forze di lavoro: comprendono occupati e disoccupati.

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

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

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

Tasso di mancata partecipazione: 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

Controlli sui flussi del capitale - una possibilità per l'Italia?

(Il commento)
di *Andrew Lawford, CFA*

Con il proseguimento del confronto tra l'UE e l'Italia sul tema della legge finanziaria e le ipotesi di peggioramento del disavanzo nei conti pubblici italiani è tornato di moda parlare di soluzioni piuttosto estreme per raddrizzare la situazione. Queste ipotesi, come nel passato, possono essere classificate generalmente come modi per “fare pagare il debito pubblico ai cittadini” e racchiudono varie proposte che in alcuni casi hanno anche qualcosa di assurdo.

Come prima ipotesi, si pensa al ripetersi del prelievo forzoso di Amato nel 1992: una percentuale presa a sorpresa da tutti i conti correnti in Italia. È forse possibile che il saldo negativo del TARGET2 (il sistema di regolamento tra le banche centrali dell'Eurozona - si veda Figura 1) sia l'evidenza, almeno in parte, di questa paura da parte dei depositanti in Italia, che si somma chiaramente alla mancanza di fiducia in generale nei confronti del sistema finanziario in Italia.



*Figura 1: Saldo italiano TARGET2
(€ milioni - aggiornato a fine settembre 2018)*

Il saldo TARGET2 rappresenta il regolamento dei trasferimenti tra i diversi paesi membri dell'Eurozona ed è il risultato, di fatto, del legame particolare che si è creato tra le banche centrali di ciascuna nazione membro e la BCE. Come già altre volte è stato notato nelle pagine di questo osservatorio, nonché nel libro “La Crisi Economica e Il Macigno del Debito”, Draghi ha commentato il saldo negativo del TARGET2 nei seguenti termini:

“Se un paese lasciasse l'Eurosistema, i crediti e le passività della sua banca centrale nazionale nei confronti della BCE dovrebbero essere regolati integralmente.” Se mai l'uscita dall'Euro dovesse diventare un discorso serio per l'Italia, il saldo TARGET2 è un problema non da poco. Rallentare, o bloccare del tutto, i flussi di denaro verso l'estero sarebbe possibile esclusivamente attraverso l'imposizione di un controllo sui flussi di capitale. Questo tipo di controllo, anche se contro i principi dell'Unione Europea, ha già ben due precedenti (Grecia e Cipro), ed è altamente probabile che un qualsiasi sostegno offerto in futuro all'Italia da parte della Troika imporrebbe una limitazione sui trasferimenti.

Anche senza arrivare all'ipotesi di un salvataggio vero e proprio per l'Italia, la leva che ha la BCE nei confronti di ciascun paese membro non è un fattore da sottovalutare. Un continuo deflusso di denaro dal sistema finanziario italiano verso altri paesi dell'Eurozona potrebbe portare alcuni istituti italiani a

richiedere finanziamenti d'emergenza (ELA - Emergency Liquidity Assistance) dalla Banca d'Italia. La facoltà della Banca d'Italia di concedere questi finanziamenti può essere bloccata da una maggioranza del 66% tra i membri dell'Eurozona, una possibilità che condizionerebbe pesantemente il funzionamento del sistema finanziario in Italia. Inoltre, non bisogna dimenticare il meccanismo automatico per cui i finanziamenti della BCE verso le banche di una determinata nazione devono essere interrotti se il debito sovrano di quella nazione perde lo status di "investment grade". Con ogni probabilità, l'Italia è più vulnerabile ai meccanismi della BCE che non al meccanismo sanzionatorio della Commissione, con il rischio di essere spinti, inesorabilmente, verso l'uscita dall'euro.

Questa situazione è sicuramente non auspicabile per l'Italia, ma le voci della sua possibilità girano già in ambienti internazionali (si veda i riferimenti alla fine dell'articolo). Quindi, per scongiurare la possibilità di un blocco totale al sistema finanziario della nazione, una manovra più o meno radicale per raddrizzare i conti potrebbe rendersi necessaria. Tra i suggerimenti più fantasiosi che si sono sentiti all'epoca della transizione dall'ultimo governo Berlusconi al governo tecnocratico Monti c'era l'ipoteca forzosa. Secondo i proponenti, in linea di massima poteva funzionare così: viene accesa un'ipoteca ventennale su tutte le abitazioni private in Italia per il 10% del loro valore, con il denaro così risultante che viene versato interamente allo Stato e destinato esclusivamente all'abbattimento del debito pubblico. Le ipoteche così risultanti possono essere cartolarizzate dalle banche e scontate presso la BCE con dei tassi d'interesse molto bassi. Gli interessi passivi sulle ipoteche verrebbero pagati dallo Stato, quindi non dovrebbe cambiare molto nella pratica per la maggior parte dei proprietari degli immobili. Dal punto di vista dello Stato, invece, sarebbe riuscito, di fatto, a trasformare (più che abbattere) una parte consistente dell'attuale debito pubblico in un debito interno blindato, ovvero che non dovrà essere rifinanziato se non in un lontano futuro. Ovviamente, su questa proposta assurda è possibile sollevare numerose obiezioni e critiche, ma è (forse) teoricamente possibile e alleggerirebbe in maniera notevole la pressione esercitata dal famoso "spread". Inoltre, per quanto riguarda lo spread, viene detto che un livello sopra 300 non è sostenibile. Bisogna domandarsi quindi che cosa succede quando i rendimenti

sui titoli di stato più sicuri iniziano ad aumentare in maniera sensibile. Ricordiamoci che nel 2007 i titoli tedeschi con scadenza ad un anno avevano un rendimento intorno a 4,5%: quindi se uno spread a 300 è insostenibile ora, perfino uno spread a zero sarebbe insostenibile se i titoli tedeschi tornassero a rendere il 4% (non succederà subito, ma nel prossimo ventennio non è da escludere).

La lezione in questo caso è che è impossibile prevedere esattamente in che forma potrà arrivare un'eventuale stangata. Il famoso prelievo del '92, che ha lasciato l'amaro in bocca a così tante persone, è una frazione del bollo (0,20%) attualmente pagabile sulle attività finanziarie depositate in Italia. Chi pensa di sfuggire a questo tipo di imposizione trasferendo all'estero del denaro (si veda il grafico del TARGET2) pagherà lo stesso perché l'IVAFE (l'imposta sul valore delle attività finanziarie detenute all'estero) è dovuta nella stessa misura.

Bibliografia

Folkerts-Landau, David: "Europe must cut a grand bargain with Italy";
Financial Times, 12/11/2018

Mayer, Thomas: "An Italian Bank Run Could Crack the Euro"; CFA Institute,
October 2018

Münchau, Wolfgang: "Italy is setting itself up for a monumental fiscal failure";
Financial Times, 28/10/2018

Una Legge, nessuna Manovra.

*(Note economiche)
di Gabriele Serafini*

1. L'autonomia dei fini delle politiche economiche.

È noto che l'assetto normativo della cosiddetta Eurozona, ossia di quella parte di Paesi membri dell'Unione Europea che adottano l'Euro come moneta, prevede che la politica monetaria e la politica fiscale siano "indipendenti". Ciò che è meno *conosciuto* è che le due politiche, sono in realtà "autonome".¹ La differenza che vogliamo sottolineare è essenziale per comprendere il momento economico attuale: due soggetti sono indipendenti quando le decisioni di uno non impongono all'altro soggetto una decisione determinata; due soggetti sono invece autonomi quando hanno dei fini solo casualmente coincidenti. Mentre nel primo caso i due soggetti si differenziano in merito al contenuto delle decisioni da prendere ma si ritiene agiscano per gli stessi obiettivi, nel secondo caso fra i due soggetti intercorre una *indipendenza teleologica*, ossia una differenza anche nei *fini* perseguiti.

Con riferimento a quanto stabilito dall'assetto dell'Eurozona, mentre le decisioni della politica fiscale pertengono ai Governi nazionali, le decisioni di politica monetaria pertengono alla Banca Centrale Europea (BCE), indipendentemente dai Governi nazionali;² ma mentre i fini della politica

¹ Concordiamo con G.W.F. Hegel quando sostiene che nel mondo della cultura, a differenza di quello della logica, vi è una differenza fra ciò che è noto e ciò che è conosciuto. La differenza, detto brutalmente, si sostanzia in una riflessione critica su ciò che è noto, che per questo lo fa diventare conosciuto. Per chiarirsi questi aspetti: Hegel G.W.F., *Scienza della logica*, I, Editori Laterza, Bari, 2008, pp. 11 ss.

² Art. 130 del Tratto sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE): «Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dallo statuto del SEBC e della BCE, né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai *governi degli Stati membri* né da qualsiasi altro organismo» (il corsivo è nostro). Vedi il testo completo del TFUE al seguente link:

fiscale dipendono dall'orientamento politico di cui il titolare stesso è espressione,³ i fini della politica monetaria sono fissi e non possono cambiare in funzione dei differenti obiettivi politici espressi tramite le politiche fiscali nazionali.⁴

Questo significa che, mentre i fini della politica fiscale di ciascun Paese membro possono mutare in funzione dell'orientamento politico e possono quindi concentrarsi sulla variazione dei salari o dei profitti, sulla variazione dell'occupazione o della distribuzione del reddito, ecc., il fine della politica monetaria europea, deve rimanere costante e da più di un quarto di secolo è stato stabilito che consista nel "mantenimento della stabilità dei prezzi".⁵ Che questa sia la situazione è noto, ma che questa situazione non viga in altri sistemi economici, come ad esempio quello statunitense,⁶ dovrebbe essere maggiormente oggetto di attenzione, quanto meno per chiarire che l'assetto dell'Eurozona non è tecnicamente obbligatorio. Nelle pagine successive non ci soffermiamo sull'analisi delle differenze che queste statuizioni comportano ma riteniamo utile delimitare il campo d'azione della politica fiscale, per sgomberare il campo da una serie di fraintendimenti che troppo spesso spingono taluni a scambiare per degli arbitrari vincoli esogeni, gli errori nelle strategie di politica fiscale delle forze politiche di proprio riferimento ideologico.

2. I due vincoli della politica fiscale nell'Eurozona.

La fissazione del fine della politica monetaria costituisce un *primo vincolo* per la *politica fiscale*: il vincolo di non poter finanziare l'eventuale *deficit pubblico* mediante moneta.⁷ Questo significa che, nel caso in cui la politica fiscale non

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=IT>.

³ Non intendiamo che il titolare della politica fiscale sia un burattino nelle mani di qualcun altro bensì che egli esprime *necessariamente* un *determinato* orientamento politico: promuoverà, cioè, certi orientamenti economici e realizzerà taluni provvedimenti economici piuttosto che altri, seguendo uno o più fini particolari.

⁴ In aggiunta a questa differenza nei fini, c'è una differenza nel *territorio* sul quale le due politiche incidono; la politica monetaria è europea mentre quella fiscale è ancora nazionale. Anche questa differenza è rilevante per una difficoltà di un eventuale coordinamento delle due politiche.

⁵ Cfr. art. 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea.

⁶ Di Giorgio G., *Economia e politica monetaria*, Cedam, Padova, 2013, pp. 83 e ss.

⁷ Il finanziamento mediante moneta tecnicamente può avvenire anche nella variante del finanziamento mediante un *conto corrente di tesoreria*, ma tale previsione è stata vietata in Europa fin dal 1993, ossia dall'entrata in vigore del Trattato di Maastricht. Ad oggi il divieto è

operi con *bilancio pubblico in pareggio*,⁸ ma con una spesa pubblica in *deficit*,⁹ anche se teoricamente questa spesa potrebbe essere finanziata mediante *imposizione fiscale*, emissione di *debito pubblico*, o *moneta*,¹⁰ essa, come dicevamo, non può essere finanziata con moneta.

Delle altre due modalità di finanziamento, è noto¹¹ che un aumento della spesa pubblica finanziato interamente con maggiori imposte determina solamente un aumento del Reddito nazionale,¹² solitamente approssimato dal Prodotto Interno Lordo (PIL), pari all'aumento della stessa spesa e niente più. Questo significa che essa non permette di poter eventualmente beneficiare degli effetti del cosiddetto *Moltiplicatore* del reddito, che si realizzano nel caso in cui la spesa aggiuntiva attivi, nel tempo, una catena di consumi ed investimenti tali da determinare una crescita del Reddito pari ad un multiplo della spesa pubblica iniziale.¹³

Pertanto, se un Paese membro dell'UE ha come obiettivo di politica fiscale un *incremento* del Reddito nazionale, magari ipotizzando anche un qualsivoglia impatto sulla distribuzione di questo Reddito fra le varie classi sociali, non gli rimane che finanziare la propria spesa pubblica in deficit mediante emissione di nuovo debito pubblico. Questa azione, per non essere economicamente insensata e determinare un peggioramento prospettico dei saldi di finanza pubblica, deve cioè stimare di ottenere, nel tempo, una espansione del Reddito del Paese tale da permettere di ripagare il deficit che lo ha generato, mediante il gettito aggiuntivo derivante, ad esempio, dall'applicazione di pari aliquote

previsto dall'art. 123 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea e di questa attività non si ricorda quasi più nessuno; neppure i sostenitori del finanziamento monetario della spesa pubblica i quali continuano a parlare genericamente solo di moneta.

⁸ Entrate, comprese le *variazioni* delle entrate, sono pari alle Uscite, comprese le *variazioni* delle uscite.

⁹ Le Entrate sono minori delle Uscite.

¹⁰ Acocella N., *Fondamenti di politica economica*, Carocci, Roma, 2006, pp. 441 ss.

¹¹ Ci riferiamo al noto Teorema di Haavelmo. Cfr., ad esempio: Acocella N., *Fondamenti...*, cit., p. 442.

¹² Non entriamo nel dettaglio delle scelte di distribuzione di questo Reddito.

¹³ È sufficiente consultare qualsiasi manuale di macroeconomia, per comprendere questo aspetto. Semplificando, si può affermare che con una propensione a spendere $\frac{3}{4}$ del reddito aggiuntivo percepito, ad esempio, si ha un Moltiplicatore pari a 4. In questo caso, un deficit di 20 permette, nel tempo e cumulativamente, di accrescere il PIL di 80, e in caso di imposizione fiscale pari al 25% il gettito aggiuntivo pari a 20 ($=80 \cdot 25\%$) sarà complessivamente sufficiente a ripagare il deficit iniziale che ha generato quella crescita del PIL. Questi effetti si possono eventualmente realizzare solo nel tempo, mediante la spesa iniziale che stimola la produzione ad aumentare, il che determina una assunzione di lavoratori i quali con i redditi percepiti consumeranno merci aggiuntive, stimolando a loro volta la produzione ad aumentare, e così via. Maggiore è la propensione a spendere i redditi aggiuntivi conseguiti, maggiori saranno gli effetti moltiplicativi sul Reddito, dovuti alla spesa aggiuntiva iniziale.

fiscali ad un reddito maggiore di prima. Questo significa che per poter spendere in deficit, si deve ottenere una crescita economica che permetta di ripagarlo. Semplificando un po', questa modalità di finanziamento del deficit, come dicevamo, è l'unica attualmente possibile per ciascun Paese dell'UE,¹⁴ anche se non è liberamente utilizzabile, in quanto deve sottostare ad un vincolo economico più generale, consistente nella necessità di uno *specifico* equilibrio nei conti pubblici di ciascun Paese. Giungiamo così al *secondo vincolo* per la politica fiscale.

La Commissione europea¹⁵ esegue un controllo sui conti pubblici nazionali, in modo tale da valutare periodicamente la sostenibilità, per le finanze statali, delle politiche fiscali di ciascun Paese membro dell'Eurozona. Come dovremmo aver chiaro anche dalle riflessioni e dalle notizie di questi ultimi mesi, una politica fiscale è ritenuta sostenibile se il deficit annuale stimato non supera la misura del 3% del PIL e se si prevede che essa possa determinare *anche* una riduzione, per ogni anno, di almeno un ventesimo della parte del Debito pubblico che eccede la misura del 60% del PIL del Paese membro. Se si stima che queste grandezze siano rispettate, la politica fiscale è giudicata positivamente; altrimenti si chiedono correttivi, in mancanza dei quali si possono stabilire sanzioni ai Paesi membri.

Chiariamo che il deficit consiste in un debito pubblico *aggiuntivo*, il cui aumento sembra in contraddizione con la concomitante necessità che la politica preveda una *riduzione* del debito pubblico rispetto al PIL. La contraddizione, però, è solo di natura *logica* e viene meno se consideriamo che gli effetti delle politiche fiscali si svolgono nel *tempo*¹⁶ e quindi che è appunto previsto che una spesa statale in deficit, nell'anno iniziale, possa essere

¹⁴ L'assetto normativo europeo che inibisce il finanziamento monetario del deficit per garantire la stabilità dei prezzi, è coerente con la scuola economica del Monetarismo, di Milton Friedman, che si è progressivamente affermata proprio nei decenni nei quali l'inflazione costituiva uno dei fenomeni economici rilevanti. Essa nel concreto danneggiava i possessori di capitale monetario che si svalutava e favoriva i debitori i cui debiti scendevano di valore reale. I lavoratori e i venditori di merci, invece, in caso di adeguamento del reddito all'inflazione, subivano ben poco gli effetti negativi dell'aumento dei prezzi. Per una comprensione degli aspetti teorici si può vedere: Arcelli M., *Economia e politica monetaria*, seconda edizione, Cedam, Padova, 1988, pp. 347 e ss.

¹⁵ Cfr. l'art. 126 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea.

¹⁶ Gregory Bateson ci insegna magistralmente come il considerare o meno il *tempo*, rispettivamente risolve o determina contraddizioni importanti in molti campi del sapere: "Il se... allora della causalità contiene il *tempo*, mentre il se... allora della logica è atemporale; ne segue che la logica è un modello incompleto della causalità". Bateson G., *Mente e natura*, Milano, Adelphi edizioni, 1984, p. 86.

produttiva di una crescita economica, negli anni successivi, e che per questo possa essere in grado di ripagare quel deficit stesso; ossia è previsto anche dall'assetto normativo europeo che il Moltiplicatore del reddito possa "funzionare".¹⁷

Mentre la BCE è quindi autonoma nelle scelte di politica monetaria e persegue la stabilità dei prezzi, col divieto di finanziare la spesa di ciascun Paese membro, la Commissione sorveglia i conti pubblici dei vari Paesi, valutando se i provvedimenti di politica fiscale siano coerenti con l'assetto normativo europeo. Ogni Paese può quindi scegliere la propria manovra, col doppio vincolo, in caso di deficit, che essa possa essere finanziata solo con nuovo debito e non peggiori prospetticamente i saldi di finanza pubblica.

I vincoli europei non intervengono quindi direttamente sulla *qualità* dei provvedimenti di politica fiscale, che rimangono una scelta nazionale, pur intervenendo sulla loro *quantità e modalità di finanziamento*. Veniamo allora alla qualità della politica fiscale prevista dal disegno di Legge di Bilancio per il 2019, di cui tanto si sta discutendo in quest'ultimo scorcio del 2018.

3. Qualità e certezza nella Legge di Bilancio.

La Legge di Bilancio per il 2019 preparata dal Governo italiano ha ormai cambiato radicalmente assetto rispetto a quanto previsto al momento dell'avvio della sua redazione. Non ci riferiamo a tutte le norme che la caratterizzano e neppure ai saldi del bilancio statale che essa prevede. Ci riferiamo invece al fatto che essa ad oggi *non prevede* l'indicazione del dettaglio dei provvedimenti che andranno a comporre il quadro del Reddito di cittadinanza e della Pensione di cittadinanza (che nel prosieguo denomineremo insieme anche solo come Reddito di cittadinanza), ossia delle *modalità* mediante le quali si procederà a *spendere* le somme che in essa vengono stanziare mediante emissione di debito pubblico aggiuntivo, per circa 16 miliardi,¹⁸ perché siano destinate a questa forma di spesa. La mancanza di

¹⁷ La previsione che la spesa in deficit possa essere espansiva è compatibile con l'impostazione teorica keynesiana, anche se essa, unita all'impostazione teorica monetarista dell'obiettivo della stabilità dei prezzi, vede limitate le proprie possibilità di implementazione. Per una comprensione di questi aspetti, è già sufficiente consultare il manuale di Nicola Acocella prima citato.

¹⁸ L'importo totale è indicato più o meno per questa cifra anche dai commentatori, pur non conoscendo, in realtà, il dettaglio concreto dei provvedimenti che lo possano determinare:

queste indicazioni¹⁹ non permette l'eventuale individuazione dei destinatari dei provvedimenti di spesa, ossia le grandezze che essa stimola e determina, e quindi non permette la stima del meccanismo di trasmissione della politica fiscale, che possa partire da questo deficit aggiuntivo per giungere ad un incremento moltiplicato del PIL in grado di ripagarsi.

Se non è possibile allora indicare la *qualità*, ossia l'esistenza stessa di una *Manovra*,²⁰ ossia la tipologia dei provvedimenti di spesa, in quanto non si è ancora in grado di identificare chiaramente²¹ quali e quanti siano coloro i quali saranno destinatari di questi provvedimenti, non è possibile neppure misurare la spesa che questi soggetti presumibilmente potranno in essere in un determinato arco di tempo e quindi gli effetti positivi sulla produzione che potranno essere determinati.

La mancanza di questa indicazione, può essere ovvia per le difficoltà che ad essa sono connesse, ma può perversamente determinare il fatto che la Commissione europea crei delle simulazioni degli effetti economici degli stanziamenti, inserendo la grandezza indicata nella Legge di Bilancio nei propri modelli econometrici, ed ottenere una stima di crescita del PIL necessariamente insoddisfacente, non fosse altro che per la differenza nelle ipotesi e variabili di spesa, che proprio un *cambiamento della qualità della spesa* dovrebbe prevedere e determinare.

Un cambiamento ed una crescita economica, da più parti auspicati, si devono quindi attuare economicamente mediante i provvedimenti di stanziamento delle somme da spendere, ma anche mediante i relativi provvedimenti che indichino come esse potranno essere spese produttivamente. La mancanza delle indicazioni di spesa, invece, rischia di determinare un rigetto della Legge

http://mobile.ilsole24ore.com/solemobile/main/art/notizie/2018-11-01/reddito-cittadinanza-e-quota-100-fuori-manovra-i-risparmi-governo-punta-convincere-l-ue-140859.shtml?uuid=AERW4QZG&cmpid=nl_best24&refresh_ce=1.

¹⁹ Che si tratti di una effettiva mancanza è riscontrato, ad esempio, anche da parte del Prof. Maurizio Franzini, Presidente f.f. dell'ISTAT, nella sua ultima audizione al Parlamento, il 12 novembre us, durante la quale ha affermato che nella Legge non ci sono tutti gli elementi necessari per una valutazione dei suoi effetti macroeconomici e distributivi. Cfr. il seguente documento: <https://www.istat.it/it/archivio/223544>, pp. 12 e ss.

²⁰ Secondo il vocabolario della Treccani, per *Manovra* si intende, in senso generico, il "complesso di operazioni manuali e di movimenti con cui si mette in azione una macchina, un dispositivo, ecc.". <http://www.treccani.it/vocabolario/manovra/>. Non disponendo di provvedimenti che indichino come si "muovono" le variabili, quindi, possiamo affermare che non esista proprio una manovra.

²¹ Magari per inadeguatezza dei Centri per l'impiego o di altri uffici pubblici, ma questo non importa ai fini della tesi di quanto scriviamo.

di Bilancio per mancato rispetto dell'assetto normativo-economico europeo, ma non per una differente misurazione delle *stesse* variabili, quanto per una misurazione, da parte della Commissione europea, di *altre* variabili in mancanza di quelle che la Legge di Bilancio avrebbe dovuto indicare.²²

La mancanza della seconda parte dei provvedimenti costituisce quindi ad oggi una *incertezza* sul possibile effetto positivo che questi potrebbero determinare, una volta conosciuti; ma ciò che è più grave è che questa stessa incertezza rischia di minare anche per il futuro la possibile riuscita degli effetti positivi. Questa *attuale* incertezza, infatti, produce intanto una *prima certezza* che ne contrasta sin da subito eventuali possibilità di riuscita.

Se non si conosce *come* verranno spese le somme stanziare, non se ne conosce la *dimensione* dell'effetto espansivo sul PIL. Questa mancanza di conoscenze implica una mancanza di sicurezza circa l'ammontare del gettito fiscale in grado di ripagare il deficit ora stabilito. Questo significa che oggi non è possibile stabilire se nel futuro sarà necessario aumentare la percentuale di imposizione fiscale per ripagare il deficit attuale, ossia la pressione fiscale, nel caso in cui lo stanziamento attuale non producesse una crescita del Reddito dal quale ricavare il maggior gettito necessario a non inasprire la pressione fiscale stessa. Dato che un incremento della pressione fiscale consta di una riduzione del reddito disponibile per i consumi e gli investimenti, non si può quindi escludere, per i prossimi mesi, una contrazione delle vendite di merci e quindi un aumento dei rischi di insolvenza, ossia un aumento "domani" delle mancate restituzioni dei prestiti contratti "oggi" da imprese e privati. Questo aumento dei rischi dovuto all'incertezza determina oggi un aumento dei tassi di interesse, anche a breve termine, e, di conseguenza, una tendenza all'aumento della spesa per interessi passivi sul debito pubblico da parte dello Stato e quindi un peggioramento dei suoi saldi di finanza. *Questa* catena causale innescata dall'incertezza non dipende dalla Commissione europea o da comportamenti speculativi ma dalla natura economica delle variabili che la qualificano. Essa ha già cominciato a realizzarsi e potrà essere interrotta, quindi, solo dal varo dei provvedimenti attuativi di spesa, ossia dalla

²² Per come si è evoluta la natura umana, ovviamente, riteniamo che nel futuro potrà sempre prodursi un effetto politico che cercherà di chiarire che le precedenti stime della Commissione si basavano su variabili che non erano quelle comunicate dal Governo italiano; ma questo stesso intento politico non dovrà anche tralasciare di nascondere che le variabili da misurare non erano state affatto indicate.

chiarificazione prevista delle modalità di realizzazione del Reddito di cittadinanza e delle Pensioni di cittadinanza. Ma non è tutto.

4. Quale moltiplicatore: spesa privata o spesa pubblica?

Stabilire il provvedimento di spesa del deficit per ora solo stanziato, ossia stabilire la *qualità* della spesa in deficit, è importante perché tale spesa deve essere seguita da una spesa successiva da parte dei primi destinatari del reddito aggiuntivo stanziato in deficit. Ossia, la prima spesa produce effetti *moltiplicativi* solo se è seguita da spese ulteriori nei cicli di spesa successivi al primo. Questa implicazione è stata studiata, in particolare, da un altro grande economista, Friedrich von Hayek - circa ottanta anni orsono - con particolare riferimento ad un eventuale obiettivo di ricostituzione delle scorte monetarie cui potrebbero dedicarsi i destinatari di un reddito aggiuntivo. Fornire, cioè, un reddito aggiuntivo a una serie di persone che magari sono finite in povertà assoluta, oppure che hanno visto peggiorare in precedenza la propria posizione economica, può spingere queste persone a cercare di ricostituire le proprie *scorte monetarie*, ossia a risparmiare quei redditi aggiuntivi per far fronte ad una insicurezza circa il futuro ripresentarsi di una situazione avversa. Per questo motivo, ovviamente, si ipotizza di erogare il Reddito di cittadinanza ogni mese e di non permettere che il reddito non speso possa essere tesaurizzato dal percettore, o speso nei mesi successivi. Ma questo non vieta ai percettori, ovviamente, di *sostituire* le *fonti* di spesa utilizzate sino al percepimento di questo reddito aggiuntivo, col Reddito di cittadinanza stesso e quindi di tesaurizzare formalmente *altri* redditi, determinando però lo stesso fenomeno economico di mancata spesa. Questa incertezza, di nuovo, potrebbe eventualmente essere fugata individuando i soggetti destinatari dei provvedimenti. Per aggirare il problema, però, si potrebbe ancora procedere a stabilire *direttamente* una spesa da parte dello Stato, senza la necessità di erogare a privati le somme che potrebbero non essere poi spese di nuovo. In questo caso, il problema della spesa “solo eventuale” verrebbe meno; tuttavia sorgerebbe il problema della *programmazione economica* che dovrebbe realizzarlo.

Una spesa pubblica direttamente posta in essere dallo Stato costituirebbe, nei fatti, una nuova iniziativa economica pubblica, tesa a ricostituire un apparato

economico pubblico aggiuntivo rispetto a quello privato e in parte sostitutivo di esso. Per organizzare una manovra economica del genere, e realizzarla mediante una effettiva spesa che generi una crescita del PIL, sarebbe però necessaria una organizzazione ancora più complessa rispetto a quella necessaria solo ad individuare chiaramente i destinatari del Reddito di cittadinanza.

Neppure questa sembra quindi una situazione *immediatamente* praticabile, ma dovendo porre le basi per una soluzione *non immediata* delle questioni che ci si parano davanti, è necessario prendere coscienza delle difficoltà di individuare una serie di destinatari di una spesa pubblica aggiuntiva in grado di far crescere il PIL. Inoltre, bisogna aver chiaro che un maggiore coordinamento delle forze produttive più sviluppate, che progressivamente siamo in grado di creare, non può essere affrontato senza un aumento della dimensione territoriale di azione delle politiche fiscali, a meno di non ritenere adeguato puntare ad una contrazione del sistema economico tramite una riduzione della attività di coordinamento dell'economia svolta dall'Unione Europea. Ci riferiamo, ovviamente, alla necessità di innalzare le politiche fiscali, per ora solo nazionali, al rango territoriale di politiche fiscali europee, e quindi alla necessità di non nasconderci dietro i problemi che la realtà ci impone, solamente perché riscontriamo difficoltà nel loro superamento.

Puntare ad espandere il PIL non è un obiettivo che possa incontrare grandi avversari e se esso incontra invece grandi difficoltà nella gestazione dei provvedimenti attuativi, si deve riconoscere la limitatezza delle conoscenze e non negare la realtà limitata nella quale ci aggiriamo e continueremo ad aggirarci ed agitarsi se rimarremo confinati ad un livello territoriale di discussione della politica fiscale solo nazionale.

Se la crescente integrazione dei mercati e la necessità di intervento sociale per coordinare le risorse economiche, costituiscono un indicatore dei progressivi elementi di complessità da affrontare che costituiscono l'essenza del progresso economico - a meno che non si voglia considerare positivamente l'opportunità, sempre possibile, del disastro -, un vessillo di cambiamento può essere innalzato e sorretto solo da soggetti economici che agiscano per fini coerenti con questa situazione della realtà e quindi che procedano a porre in essere attività strumentali a tali attività.

5. Spesa pubblica e finanziamento europeo.

Giungiamo così ad un problema ben più grande e complesso, solo apparentemente diverso ma che a nostro avviso, come più volte sottolineato in precedenti interventi su questo Osservatorio, costituisce l'unica via percorribile per uscire dalle difficoltà nelle quali siamo finiti.

Nel caso in cui si volesse procedere direttamente ad una spesa pubblica non mediata da una decisione privata che è solo eventuale, sarebbe necessario programmare le tipologie di acquisti da effettuare mediante la spesa pubblica, considerando la complessità delle relazioni economiche di scelta che necessariamente si impongono e per le quali si devono predisporre delle attività di negoziazione fra agenti economici, sia dal lato della Domanda che dal lato dell'Offerta di merci.

Per procedere, cioè, a spendere *direttamente* le somme stanziare tramite una politica fiscale, senza “scavare e ricoprire buche” e senza ricreare le condizioni per una alta inflazione e stagnazione economica già sperimentate, si dovrebbe agire a livello politico in modo da costituire un processo di *elaborazione* dei bisogni da soddisfare, della loro *esplicitazione*, della *individuazione dei mezzi* atti a soddisfarli e della *classificazione delle priorità temporali* per la loro soddisfazione, nonché della loro *produzione* e delle relative *modalità* di scambio, anche da un punto di vista giuridico oltre che economico.

Data la complessità della questione per la quale non si può sperare di produrre in un breve lasso di tempo una capacità in grado di affrontarla adeguatamente, si può allora *affiancare* al *necessario avvio parallelo di questa attività*, una proposta di *livello europeo* di innovazione delle modalità di finanziamento della spesa pubblica - la cui ipotesi è stata peraltro già discussa negli anni scorsi nell'Unione Europea - tendente alla creazione di strumenti di *debito pubblico sovranaZIONALE*. Non ci riferiamo necessariamente alle forme tecniche già delineate in passato, in piena crisi da debito in tutta Europa, ossia agli *European Bond* proposti dalla stessa Commissione europea o agli *Euro Union Bond* proposti da Romano Prodi, Alberto Quadrio Curzio, ma a qualsivoglia forma di indebitamento il cui debitore sia l'Europa stessa, e non lo Stato nazionale costretto ad emettere il relativo titolo di debito, per necessità di politica fiscale già co-determinata a livello sovranaZIONALE europeo, mediante i vincoli di cui abbiamo discusso nelle righe precedenti.

Data la ineludibile necessità di ripagare il debito che si contrae, anche quello pubblico quindi, pena il piombare nella barbarie delle depredazioni e della legge del più forte, è necessario creare strumenti che non facciano gravare sulle finanze di un solo Stato, i provvedimenti fiscali che *non* possono essere finanziati con mezzi che sarebbero tecnicamente disponibili per lo stesso Stato ma solo se non fossero vietati dallo stesso assetto normativo ed economico europeo. Nell'arco di tempo durante il quale non saremo in grado di costruire dei processi di interazione economica europea finalizzati alla comprensione dei bisogni e al coordinamento delle risorse disponibili per la loro soddisfazione, è cioè necessaria una azione su altri piani, come questo della modalità di finanziamento della politica fiscale, che superino i limiti della inutilizzabilità della politica monetaria per far emergere, contestualmente e progressivamente, le difficoltà di coordinamento internazionale e i problemi connessi con la loro soluzione, anche se in una modalità *temporanea* che serve a *rimandare* la soluzione vera del problema, pur creandone alcune premesse, quali, appunto, un primo abbozzo di comprensione del livello internazionale della sfida.

6. Appendice. Una postilla sui detrattori del Reddito di cittadinanza.

Ci sia in ultimo consentita una postilla in merito ad una ulteriore certezza che emerge dalla previsione che questa spesa di 16 miliardi sia erogata comunque sotto forma di un Reddito di cittadinanza, e relativa all'impatto che tale reddito potrebbe avere sul mercato del lavoro. Taluni detrattori del Reddito di cittadinanza ammoniscono i suoi sostenitori circa il fatto che un reddito non collegato con lo svolgimento di una attività lavorativa possa deprimere i lavoratori scoraggiandoli dal cercare una occupazione.

Ebbene, indipendentemente dalla forma tecnica di erogazione, nonché dal suo importo, comunque esiguo, ipotizzare che questo reddito possa avere un effetto demotivante implica la considerazione che siano effettivamente *disponibili* dei posti di lavoro e che questi non sarebbero ricercati dai percettori del Reddito di cittadinanza, mentre sarebbero ricercati se questi percettori non lo percepissero.

Per dubitare di questa ipotesi di parassitismo, basta aver presente che quei posti di lavoro oggetto o meno di ricerca, in realtà non sono disponibili, ossia

non esistono affatto. Questo *fatto* è certificato dall'ISTAT che quantifica che i posti di lavoro disponibili sono l'1,0% delle posizioni lavorative esistenti e quindi circa 245.000, ossia meno di un decimo dei 2,8 milioni di disoccupati.²³

²³ Cfr. la banca dati I.Stat dell'ISTAT, al seguente indirizzo: <http://dati.istat.it/>

Conclusioni

Italia sul filo del rasoio. Il Governo sta giocando una partita pericolosa: coraggio o azzardo?

La manovra espansiva per 38 miliardi si poggia su un maggiore debito per 22 miliardi, la scommessa è che riesca a spingere la crescita all'1,5% nel 2019, dopo un terzo trimestre di quest'anno piatto e un progresso annuale che potrebbe a malapena segnare l'1,0%.

Le misure per rilanciare il PIL sono controverse e le cifre riservate agli investimenti sembrerebbero non sufficienti a raggiungere quel risultato così convintamente sostenuto dall'esecutivo.

Il rischio è che alla fine resti solamente il debito e gli obiettivi per ridurlo si allontanino ulteriormente, nella piena tradizione italiana che non ha saputo sfruttare le condizioni favorevoli ormai al capolinea.

Dichiarazioni scomposte e protagonismi al momento hanno solo fatto aumentare i costi per finanziare il debito; i miglioramenti della crescita non li abbiamo ancora visti, ma la spesa aggiuntiva per interessi è già oggi una realtà.

Sullo sfondo resta la partita con Bruxelles: la Commissione Europea non può trascurare la possibilità che altri paesi seguano la condotta sfidante dell'Italia; il Governo rischia di trovarsi in un vicolo cieco e l'isolamento se la procedura di infrazione verrà avviata prima delle elezioni europee di maggio.

Il rischio è massimo: tutti contenti se le cose andranno per il meglio; ma qualora gli eventi precipitassero, il popolo italiano non si merita dopo dieci anni di sofferenza le conseguenze dell'irresponsabilità di pochi.

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 Mazziro Research

Debito Pubblico

La stima a ottobre 2018

2.340 miliardi (aumento)

Intervallo confidenza al 95%: **2.336 – 2.344 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 dicembre 2018

La stima a dicembre 2018

Compreso tra 2.309 e 2.319 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 febbraio 2019

La stima a giugno 2019

Compreso tra 2.359 e 2.396 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 agosto 2019

Spesa per Interessi

La stima a fine 2018

Spesa interessi titoli di Stato: **66,8 miliardi di euro,**

Dato finale annuale dopo le rettifiche: circa **64,8 miliardi di euro.**

Questa cifra potrebbe incrementare anche sensibilmente a causa dell'aumento dei rendimenti a partire da giugno.

Variazione PIL

La stima a fine 2018

Variazione PIL stimata: +1,0%

Acquisti BCE di titoli di Stato italiani

La stima a dicembre 2018, termine QE

Acquisti totali per **365,5 miliardi, 18,2% del circolante.**

Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*
Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*
Banca d'Italia, *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2019-2021*, 9 novembre 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*
Commissione Europea, *Lettera al Ministro dell'Economia e delle Finanze*, 18 ottobre 2018
Corte dei conti, *Audizione della Corte dei conti sul disegno di legge recante bilancio di previsione per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021*, 12 novembre 2018
DBRS, *DBRS Confirms Italy at BBB (high), Stable Trend*, 13 luglio 2018
Fitch, *Fitch Affirms United Kingdom at 'AA'; Outlook Negative*, 5 ottobre 2018
Fitch, *Fitch Upgrades Estonia to 'AA-'; Outlook Stable*, 5 ottobre 2018
Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 28 settembre 2018
Fitch, *Fitch Revises Italy's Outlook to Negative; Affirms at 'BBB'*, 31 agosto 2018
Fitch, *Fitch Affirms Slovenia at 'A-'; Outlook Stable*, 10 agosto 2018
Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'BB-' from 'B'; Outlook Stable*, 10 agosto 2018
Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 20 luglio 2018
Fitch, *Fitch Revises Austria's Outlook to Positive; Affirms at 'AA+'*, 20 luglio 2018
Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'A-'; Outlook Stable*, 13 luglio 2018
Fitch, *Fitch Revises Croatia's Outlook to Positive; Affirms at 'BB+'*, 6 luglio 2018
Hoisington Investment Management Company, *Quarterly Review and Outlook*, Second Quarter 2018
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
Inps, *Osservatorio sul precariato*
Istat, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del disegno di legge recante bilancio di previsione per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021*, 12 novembre 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, *Lettera Ministro Tria ai Commissari UE*, 13 novembre 2019
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Comunicato 180 - Dichiarazione del Ministro Tria: il tasso di crescita non si negozia*, 13 novembre 2019
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Documento programmatico di Bilancio 2019*, novembre 2019
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza 2018*, ottobre 2019
 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 downgrades Italy's ratings to Baa3, stable outlook*, 19 ottobre 2018
 Moody's, *Moody's upgrades Portugal's rating to Baa3, changes outlook to stable*, 12 ottobre 2018
 Moody's, *Moody's affirms European Union's Aaa rating; outlook stable*, 14 settembre 2018
 Moody's, *Moody's: Review for downgrade of Italy's Baa2 rating extended to gain greater clarity on fiscal path and reform agenda*, 20 agosto 2018
 Moody's, *Moody's upgrades Cyprus's ratings to Ba2, changes outlook to stable from positive*, 27 luglio 2018
 Moody's, *Moody's places Italy's Baa2 rating on review for downgrade*, 25 maggio 2018
 Standard & Poor's, *Switzerland Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 16 novembre 2018
 Standard & Poor's, *The Netherlands Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 16 novembre 2018
 Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 26 ottobre 2018
 Standard & Poor's, *Outlook On Italy Revised To Negative On Risks To Economic Growth Following Budget Plan; Ratings Affirmed At 'BBB/A-2'*, 26 ottobre 2018
 Standard & Poor's, *France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 5 ottobre 2018
 Standard & Poor's, *Spain 'A-/A-2' Ratings Affirmed; Outlook Positive*, 20 settembre 2018
 Standard & Poor's, *Austria 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 14 settembre 2018
 Standard & Poor's, *Denmark 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 14 settembre 2018

Standard & Poor's, *Finland 'AA+/A-1+' Sovereign Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 14 settembre 2018

Standard & Poor's, *Portugal Outlook Revised To Positive; Ratings Affirmed At 'BBB-/A-3'*, 14 settembre 2018

Standard & Poor's, *Ratings On Cyprus Raised To 'BBB-/A-3' On Growth Prospects And Banking Sector Consolidation; Outlook Stable*, 14 settembre 2018

Standard & Poor's, *Outlook On Greece Revised To Positive On Improved Policy Predictability And Growth Prospects; 'B+/B' Ratings Affirmed*, 20 luglio 2018

Standard & Poor's, *Long-Term Ratings On Greece Raised To 'B+' On Reduced Sovereign Debt Servicing Risks; Outlook Stable*, 25 giugno 2018

Standard & Poor's, *Slovenia Outlook Revised To Positive On Robust Economic Dynamics; 'A+' Rating Affirmed*, 15 giugno 2018

Standard & Poor's, *Estonia 'AA-/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 8 giugno 2018

Standard & Poor's, *Ireland 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable*, 1 giugno 2018

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Nota sulla congiuntura*

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare all'esame del disegno di legge recante bilancio di previsione per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021*, 12 novembre 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 La Sapienza Università di Roma, Facoltà di Economia. Insegna Economia Aziendale e Analisi per le decisioni strategiche. 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 Senior Lecturer in History of Economic Thought presso la NCIUL – Italian University London – BA (Hons) in Global Management and International Business; BA (Hons) in International Politics - e ricercatore e docente di Storia del pensiero economico e Statistica economica presso la Facoltà di Economia dell'Università Niccolò Cusano di Roma. I suoi interessi scientifici concernono le teorie della produzione e dei meccanismi di formazione dei prezzi, sia in relazione alla loro coerenza interna che alla loro evoluzione storica.

Aino Kianto - Lappeenranta University of Technology

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

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

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

Vanzago, 21 novembre 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 metà 2018</i>	20 settembre 2018
<i>Italia 1 trim 2018: Pil, debito & Co.</i>	22 maggio 2018
<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

Pubblicazioni speciali della Mazziero Research

Speciale NaDEF 2018

8 ottobre 2018

QUADERNO DI RICERCA

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

Anno VIII, Numero 4; ISSN 2283-7035

Italia 3 trim 2018 - Pil debito & Co

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2018