

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2019

Italia economia a fine 2018

*Osservatorio trimestrale
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno IX - Numero 1

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

Estratto / Abstract:

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

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

Sommario

Il barometro dell'economia italiana	Pag. 5
Introduzione	Pag. 7
I rating	Pag. 8
<i>Rating: calma apparente</i>	Pag. 10
Il debito pubblico	Pag. 11
<i>La riduzione del debito a fine anno è solo un "effetto ottico"</i>	Pag. 11
<i>Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2019</i>	Pag. 12
Le entrate e le uscite	Pag. 14
<i>Qualche spiraglio di luce nei flussi di cassa</i>	Pag. 14
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 15
<i>Continua la discesa della vita media dei titoli di Stato</i>	Pag. 15
<i>Salgono i rendimenti e cresce la spesa per interessi</i>	Pag. 16
<i>Stima spesa per interessi a fine 2019</i>	Pag. 19
<i>Quantitative Easing terminato, gli acquisti continuano</i>	Pag. 20
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 21
<i>L'oro torna a brillare e fa gola per pagare le spese correnti</i>	Pag. 21
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 22
<i>Stima PIL 2019</i>	Pag. 23
<i>La recessione è arrivata, quanto durerà?</i>	Pag. 24
<i>Tre scenari per il 2019</i>	Pag. 24
<i>Manovra correttiva nel 2019</i>	Pag. 27
<i>Aumento IVA nel 2020</i>	Pag. 27
<i>Patrimoniale nel 2021</i>	Pag. 27
L'inflazione	Pag. 30
La disoccupazione	Pag. 33
<i>Disoccupazione femminile del 3% più alta</i>	Pag. 36
Approfondimenti	
<i>Il commento di Andrew Lawford: Come approcciarsi alla crisi del debito pubblico</i>	Pag. 38
<i>Note economiche di Gabriele Serafini: Il convitato di pietra del reddito di cittadinanza.</i>	Pag. 42
Conclusioni	Pag. 53
Sommario delle stime Mazziere Research	Pag. 55
Bibliografia	Pag. 64

Per l'Osservatorio:

Maurizio Mazziere

Per gli Approfondimenti:

Andrew Lawford e Gabriele Serafini

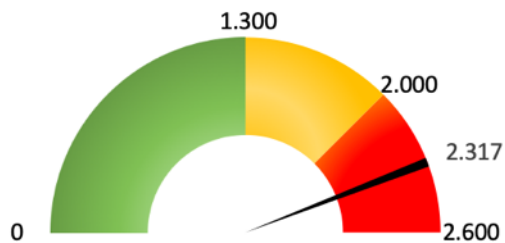
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

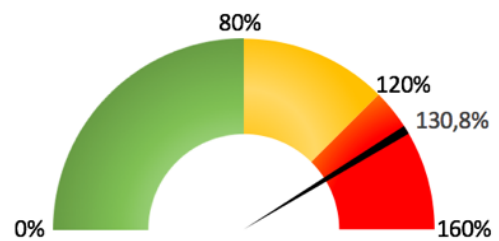
Il barometro dell'economia italiana

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

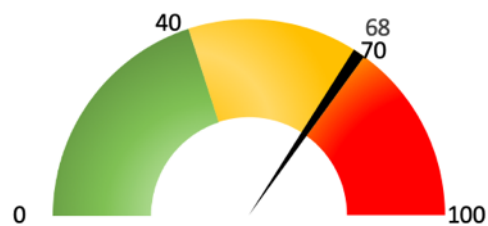
Debito pubblico a fine 2018 (€mld)



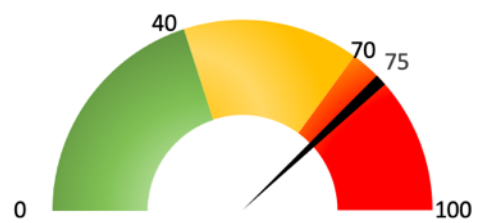
Debito pubblico/PIL stima 2018



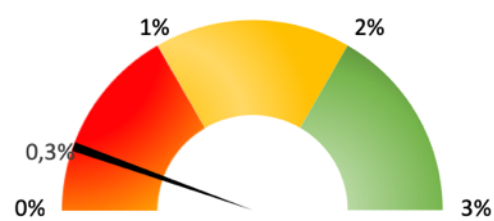
Spesa interessi 2018 (€mld)



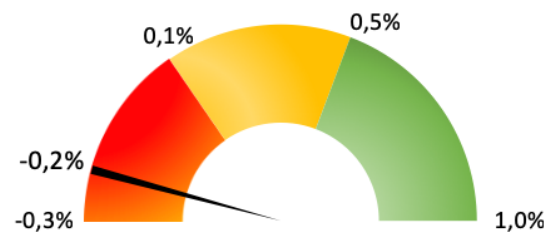
Stima spesa interessi 2019 (€mld)



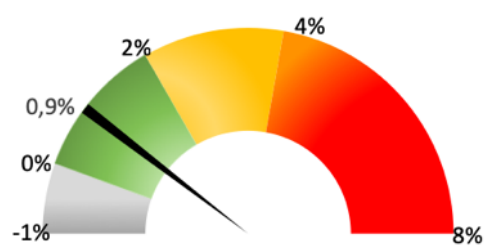
Stima PIL Annuale 2019



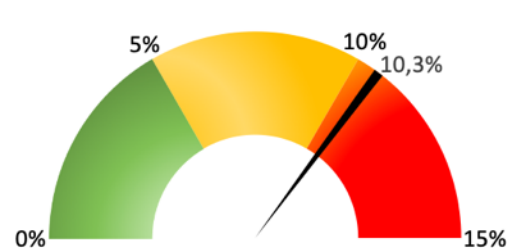
Crescita - PIL Trimestrale 4q2018



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.

*È meglio che facciate oggi quello
che comunque vi faranno fare domani.*
Alexis Tsipras

Introduzione

La citazione di Tsipras riporta l'attenzione ad eventi troppo frettolosamente archiviati e forse già dimenticati.

In analogia con la vicenda greca il nostro Governo ha messo a punto in autunno un piano economico che non teneva in considerazione né i vincoli per la riduzione del debito né gli impegni presi in ambito europeo dai precedenti esecutivi.

La convinzione nel sostenere misure espansive, definite di “cambiamento”, ha portato ad esacerbare i toni, per poi sciogliersi come neve al sole di fronte all'isolamento di tutti i paesi dell'euro e all'avvio di una procedura sanzionatoria da parte della Commissione Europea.

L'unico risultato raggiunto è stato quello di aumentare i timori sulla stabilità economica italiana con conseguente aumento delle spese per interessi sui titoli di Stato. Anche la legge di stabilità poi approvata ha perso gran parte degli elementi qualificanti relativi a una ripresa degli investimenti pubblici.

È sconcertante, nella terra che ha dato i natali a Machiavelli, che uomini candidati alla guida di questa nazione si confrontino con i partner europei senza aver la cognizione dei meccanismi di risposta e delle conseguenze.

Inoltre, non ha nessun senso alzare i toni dello scontro, quando non si possiede un piano alternativo. Siamo alla base di ogni strategia negoziale, dove l'imperizia non è permessa.

Questo Osservatorio pone in luce ancora una volta le fragilità del nostro paese; la convinzione è che su questi temi vi dovrebbe essere la piena consapevolezza della politica e la massima attenzione dei cittadini.

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	Stab	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

- 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.
- 30 novembre 2018, Fitch conferma il Belgio ad AA-, con outlook stabile.
- 30 novembre 2018, Fitch conferma il Portogallo a BBB, con outlook stabile.
- 30 novembre 2018, S&P conferma l'Irlanda ad A+, 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

- 7 dicembre 2018, Moody's conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 14 dicembre 2018, Fitch conferma l'Irlanda ad A+, con outlook stabile.
- 14 dicembre 2018, S&P conferma la Slovenia ad A+, con outlook positivo.
- 11 gennaio 2019, DBRS conferma l'Italia a BBB high, con outlook stabile.
- 11 gennaio 2019, Fitch conferma la Spagna ad A-, con outlook stabile.
- 18 gennaio 2019, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook positivo.
- 18 gennaio 2019, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 18 gennaio 2019, S&P conferma la Grecia a B+, con outlook positivo.
- 25 gennaio 2019, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 25 gennaio 2019, Moody's conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 25 gennaio 2019, Fitch conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 25 gennaio 2019, Fitch conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 25 gennaio 2019, S&P conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 1 febbraio 2019, Fitch conferma la Finlandia ad AA+, con outlook positivo.
- 1 febbraio 2019, Fitch conferma Malta ad A+, con outlook stabile.

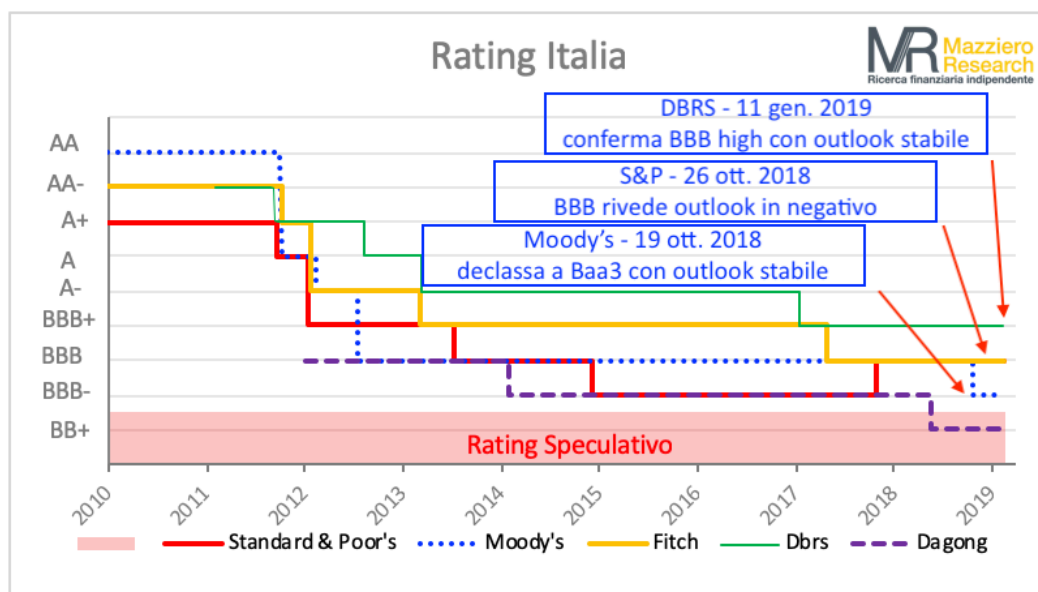


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

L'analisi

Rating: calma apparente

Il polverone sollevato dal declassamento di Moody's e dalla revisione dell'outlook da parte di Standard & Poor's nel corso del mese di ottobre si è ormai posato. DBRS, l'Agenzia di rating canadese, da sempre più generosa nei confronti dell'Italia e dell'Eurozona in genere, si è dimostrata ancora una volta benevolente nel confronto del nostro paese mantenendo il giudizio BBB High.

Il rischio era che Fitch, pur non avendo alcun intervento calendarizzato, modificasse la propria visione sull'Italia, peggiorandone il giudizio di merito.

Qualche avvisaglia a inizio anno in realtà c'era stata: l'8 gennaio, riferendosi alle banche italiane, Fitch aveva messo sull'avviso che una riduzione del rating sovrano di un gradino avrebbe molto probabilmente generato un declassamento di una serie di banche italiane. Aveva inoltre aggiunto che, nel caso di un declassamento dell'Italia di due livelli, la maggior parte dei rating delle banche sarebbe stato altamente vulnerabile, con probabili svalutazioni generalizzate.

Nulla di tutto ciò è avvenuto, Fitch ha mantenuto il rating BBB negativo alla pari di Standard & Poor's, grazie anche all'adesione del Governo alle prescrizioni di bilancio della Commissione Europea. Ora però il timore di un declassamento ritorna plausibile, visto che nel frattempo l'Italia è entrata in recessione tecnica con il PIL degli ultimi due trimestri 2018 in contrazione.

Il responso di Fitch è ormai vicino, uscirà a fine settimana il **22 febbraio**; seguirà una nuova valutazione di Moody's il **15 marzo**, mentre il **26 aprile** sarà la volta di Standard & Poor's.

Il debito pubblico

(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%
Anno 2018	2.316.697	53.641	2,42%	1,20%
Incremento		1.016.356	78,16%	

Tabella 3: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Debito a fine 2018: 2.317 miliardi; record storico: 2.345 miliardi a novembre.
- L'incremento del debito nel 2018 è stato di 53,6 miliardi, nel 2017 era stato di 43,5 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2019, è di 41.992 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 1.016 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 78,2%.

L'analisi

La riduzione del debito a fine anno è solo un "effetto ottico"

Come avevamo ampiamente previsto nei mesi scorsi, dopo aver segnato un record assoluto a novembre, il debito pubblico a dicembre è fortemente diminuito portandosi a **2.317 miliardi** (Tabella 3 e Figura 2).

Siamo all'interno di una dinamica consolidata e ripetitiva, in cui i valori del debito di fine anno – quelli che risulteranno nelle statistiche annuali – si riducono fortemente grazie al pagamento degli acconti fiscali di fine novembre e ad alcune spese rimandate.

Ricordiamo che si tratta solo di un **"effetto ottico"** in quanto il debito tornerà a correre sin dal primo mese del 2019, nel **Riquadro 1** troviamo le stime sino a giugno.

Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2019

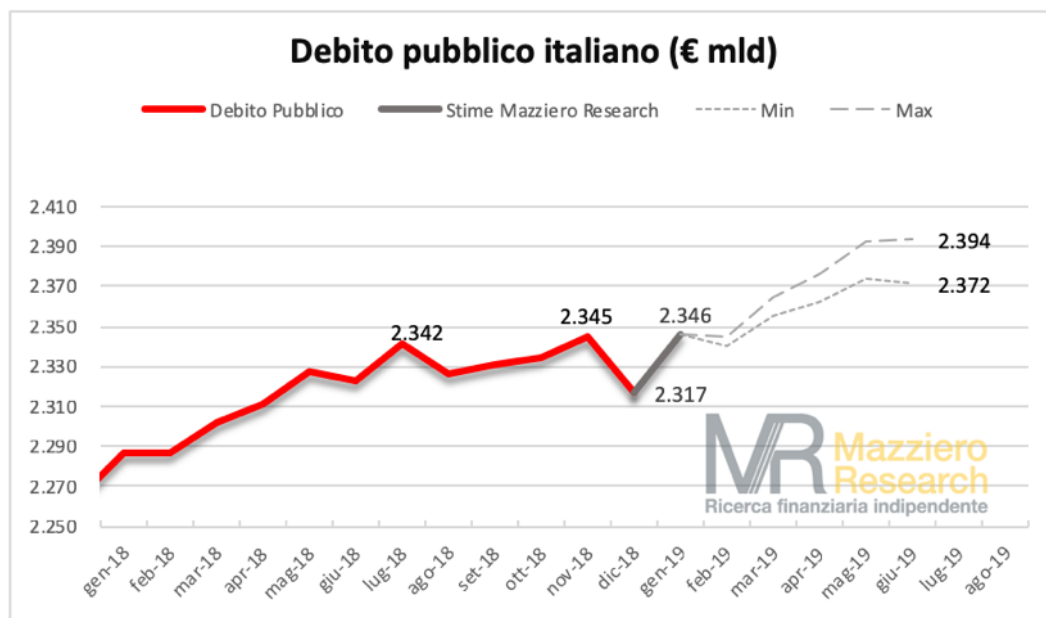


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime a giugno 2019
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

La stima a gennaio 2019

2.346 miliardi (forte aumento)

Intervallo confidenza al 95%: **2.342 – 2.350 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 marzo 2019

La stima a giugno 2019

Compreso tra 2.372 e 2.394 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 agosto 2019

L'analisi Mazziere Research

Dopo il calo di dicembre a **2.317 miliardi**, il debito pubblico tornerà a salire a gennaio con un forte aumento che lo porterà a **2.346 miliardi**, la salita continuerà sino a giugno in una zona compresa **tra 2.372 e 2.394 miliardi**.

Affidabilità stime Mazziere Research sul debito pubblico italiano													
Valori in miliardi €		Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic
2016	Stime MR	2.188	2.214	2.229	2.233	2.242	2.255	2.252	2.226	2.215	2.224	2.231	2.214
	Dato Ufficiale	2.195	2.217	2.231	2.233	2.244	2.251	2.256	2.225	2.213	2.224	2.231	2.218
	Δ (Uff - Stima)	7	3	2	0	2	-4	4	-1	-2	0	0	4
2017	Stime MR	2.248	2.239	2.257	2.269	2.277	2.279	2.301	2.276	2.280	2.290	2.275	2.267
	Dato Ufficiale	2.251	2.240	2.261	2.271	2.279	2.281	2.300	2.279	2.284	2.290	2.275	2.263
	Δ (Uff - Stima)	3	1	4	2	2	2	-1	3	4	0	0	-4
2018	Stime MR	2.281	2.284	2.307	2.317	2.325	2.324	2.343	2.329	2.335	2.340	2.342	2.310
	Dato Ufficiale	2.287	2.286	2.302	2.312	2.327	2.323	2.342	2.327	2.331	2.334	2.345	2.317
	Δ (Uff - Stima)	6	2	-5	-5	2	-1	-1	-2	-4	-6	3	7
2019	Stime MR	2.346											
	Dato Ufficiale												
	Δ (Uff - Stima)												

Tabella 4: Affidabilità delle stime Mazziere Research sul 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	2.334.401	3.147
Novembre	2.281.395	-14.740	2.345.344	10.943
Dicembre	2.263.056	-18.339	2.316.697	-28.647
Totale		43.510		53.641

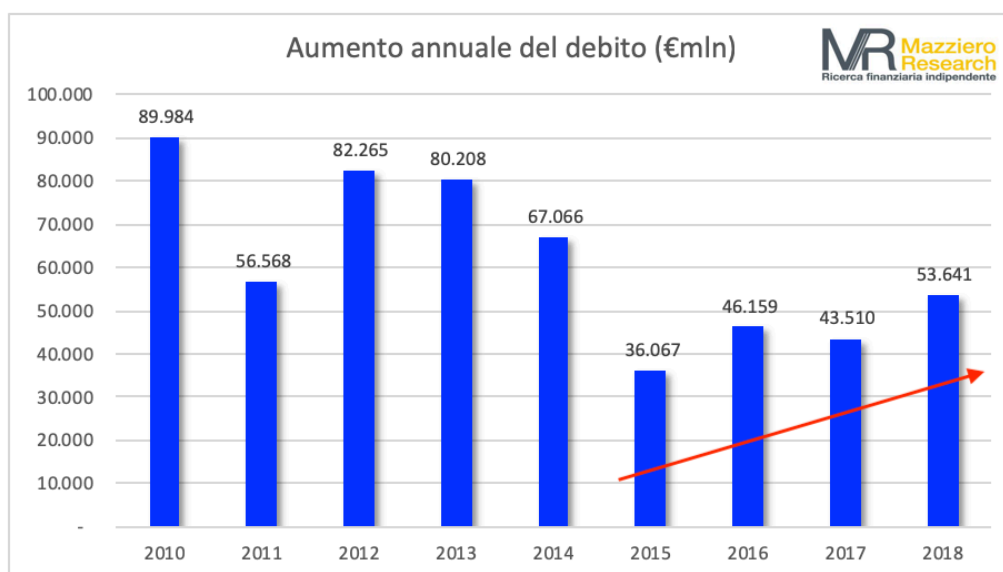
*Tabella 5: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2017 al 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Accelera l'aumento annuale del debito

La **Tabella 5** mostra le variazioni mensili del debito pubblico nel 2018 raffrontandole con quelle del 2017; al di là dell'alternanza di segni più (aumento) e dei pochi segni meno (diminuzione) si può notare che il calo di dicembre 2018 è stato più ampio di 10 miliardi rispetto allo stesso mese del 2017 (a quel tempo i salvataggi bancari di Banca Popolare di Vicenza, Veneto Banca e Banca Monte dei Paschi condizionarono il debito finale che fu anche rettificato da Eurostat; si veda l'Osservatorio **Italia 1 trim 2018 - Pil debito & Co**).

Pur considerando quindi una maggiore riduzione del debito di dicembre 2018, il dato finale di aumento del debito è di 53,6 miliardi contro i 43,5 del 2017; **ben 10 miliardi in più**.

La **Figura 3** fornisce il colpo d'occhio dell'aumento del debito dal 2010 al 2018 e dimostra come, dopo una riduzione culminata nel 2015 grazie al Quantitative Easing della BCE, questo sia tornato a salire sprecando le favorevoli condizioni che avrebbero aiutato a diminuirlo. È abbastanza probabile, come vedremo nelle prossime pagine, che il debito pubblico continuerà ad aumentare nei prossimi anni, con pesanti ripercussioni nella spesa per finanziarlo in un circolo vizioso senza fine.



*Figura 3: Aumento annuale del debito pubblico dal 2010 al 2018
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)*

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	36.006	42.070	-6.064
Novembre	39.684	49.143	-9.459	43.404	53.802	-10.398
Dicembre	94.386	102.250	-7.864	104.647	77.242	27.405
Totale	506.257	571.298	-65.041	525.658	571.226	-45.568

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

I fatti

- Nel 2018 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 45,6 miliardi.
- Nel 2017 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 65,0 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei 12 mesi del 2018 è stata di 43,8 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei 12 mesi del 2017 è stata di 42,2 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei 12 mesi del 2018 è stata di 47,6 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei 12 mesi del 2017 è stata di 47,6 miliardi.
- Da gennaio a novembre 2018 le entrate tributarie sono state di 414.814 milioni di euro (+7.239 milioni di euro rispetto al 2017, pari a +1,8%). Le imposte dirette si attestano a 226.663 milioni di euro (+1.852 milioni di euro, pari a +0,8%) e le imposte indirette risultano pari a 188.151 milioni di euro (+5.387 milioni di euro, pari a +2,9%).

L'analisi

Qualche spiraglio di luce nei flussi di cassa

A differenza della **Tabella 5**, la **Tabella 6** che mostra i flussi di cassa (entrate e uscite) presenta un profilo del 2018 più confortante rispetto al 2017. Grande differenza la fa il rapporto entrate e uscite di dicembre con incassi per 105 miliardi e pagamenti per 77.

Anche le entrate tributarie (disponibili i dati sino a novembre) presentano un aumento di circa 7,2 miliardi, in gran parte attribuibili a un incremento delle imposte indirette (soprattutto IVA).

Nella **Tabella 7** possiamo osservare che la media mensile delle entrate risulta maggiore per 1,6 miliardi rispetto allo scorso anno, mentre la media mensile delle uscite è invariata (solo -6 milioni), il risultato che si ottiene è un andamento favorevole del 2018 per 1,6 miliardi al mese in più rispetto allo scorso anno.

Entrate	Uscite	Differenza
1.617	-6	1.623

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%
Anno 2018	1.940.954	6,91	67.853	3,50%
Gennaio 2019	1.996.950	6,73	NA	NA

Tabella 8: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a gennaio 2019
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

I fatti

- Circolante Titoli di Stato a gennaio 2019: 1.997 miliardi.
- Vita media residua: 6,73 anni, in diminuzione dai massimi di febbraio a 6,96.
- Spesa per interessi nel 2018: 67,9 miliardi.
- Dal 2006 a dicembre 2018 sono stati pagati 944 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a dicembre 2018: BOT 0,37%, BTP 2,19%, CCT 2,09%.

L'analisi

Continua la discesa della vita media dei titoli di Stato

Se il circolante di titoli di Stato continua a crescere – come si può osservare dalla **Tabella 8** siamo appena al di sotto dei due mila miliardi – prosegue la discesa della vita media residua giunta a 6,73 anni (**Figura 4**). Questo valore, già segnato nel novembre scorso, ricalca quelli del gennaio 2017, quando questo parametro era ancora in piena fase di allungamento.

La diminuzione della vita media da un lato peggiora il profilo della spesa per interessi negli anni – per meno anni si potrà fruire dei bassi tassi di interesse, anche se poi vedremo che per l'Italia tanto bassi non lo sono più – mentre dall'altro tende a seguire la dinamica di innalzamento dei rendimenti, che probabilmente prenderà sempre più piede nei prossimi anni.

Infatti, nel caso di elevati rendimenti è meglio che questi siano dovuti per un limitato periodo di tempo. L'enorme circolante di titoli di Stato, e il fatto che per il 74% questo sia collocato a tasso fisso (**Figura 5**), obbliga il Tesoro a procedere gradatamente nella fase di diminuzione della vita media, iniziandola molto tempo prima del reale aumento dei tassi nell'Eurozona.

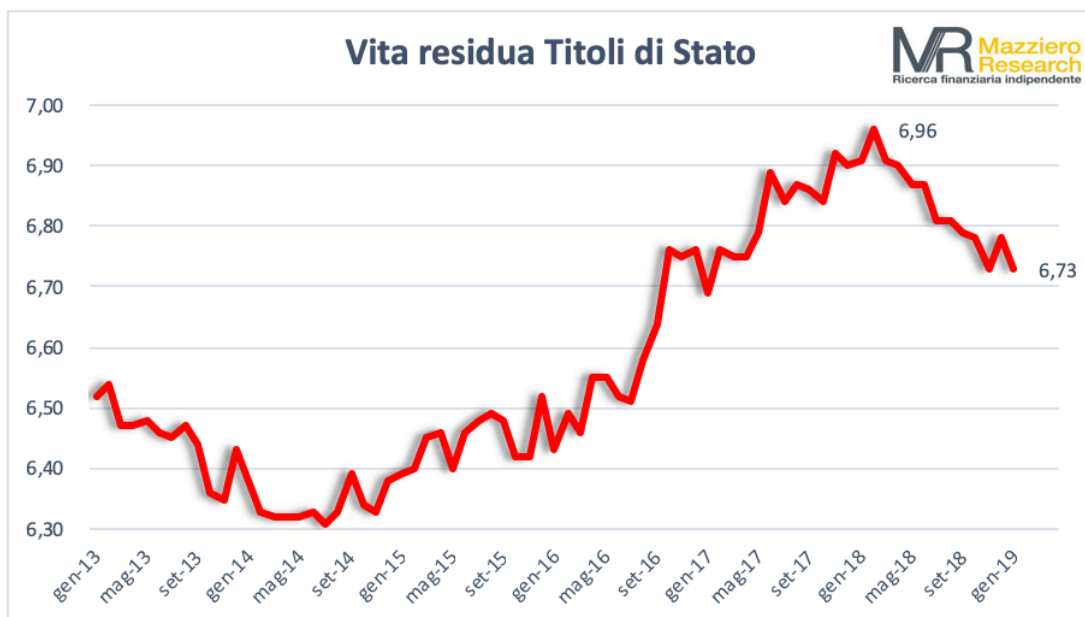


Figura 4: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 a gennaio 2019
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Salgono i rendimenti e cresce la spesa per interessi

Come abbiamo già avuto modo di anticipare, per i titoli di Stato italiano i rendimenti si sono già innalzati in modo prepotente e anche il BOT, che permaneva a tassi negativi sin dalla fine del 2015 è tornato a presentare rendimenti positivi e oscillanti intorno al 0,50% l'anno. Lo si vede chiaramente nella **Figura 6**, che presenta i tassi medi per tipologia di titoli di Stato, e nella **Figura 7**, che mostra l'andamento dei rendimenti di BTP, Bund e dello spread BTP-Bund a partire da gennaio 2018 sino ai giorni nostri.

Come ormai noto, lo spread BTP-Bund indica la differenza di rendimento dei titoli decennali emessi a tasso fisso da Italia e Germania ed esprime la diversa percezione di rischio dell'emittente.

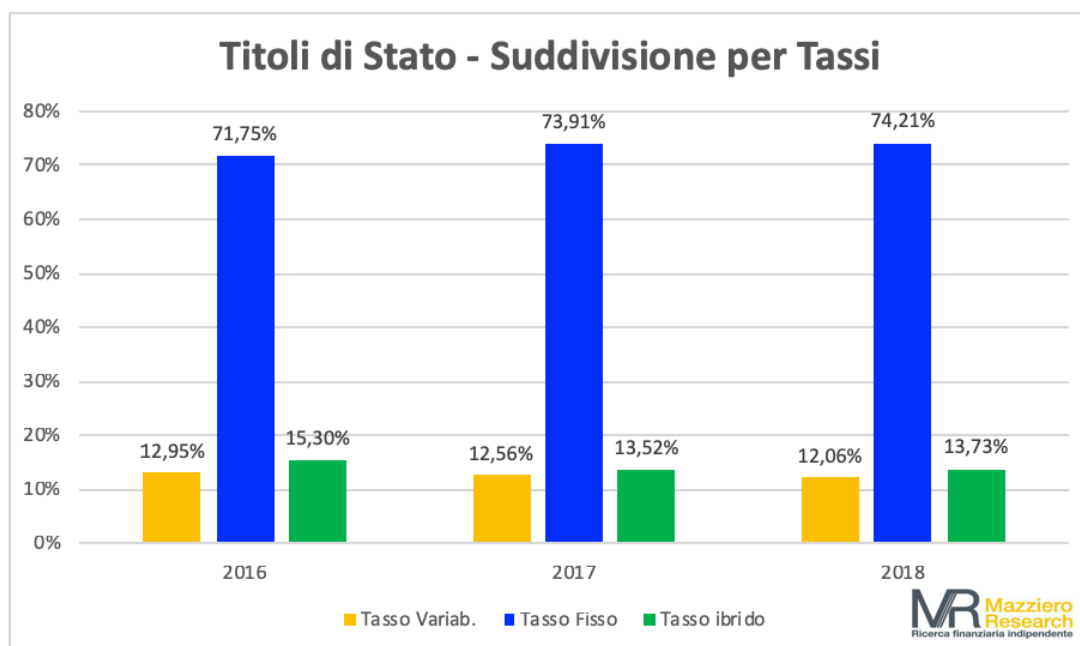


Figura 5: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato nel periodo 2016-2018
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

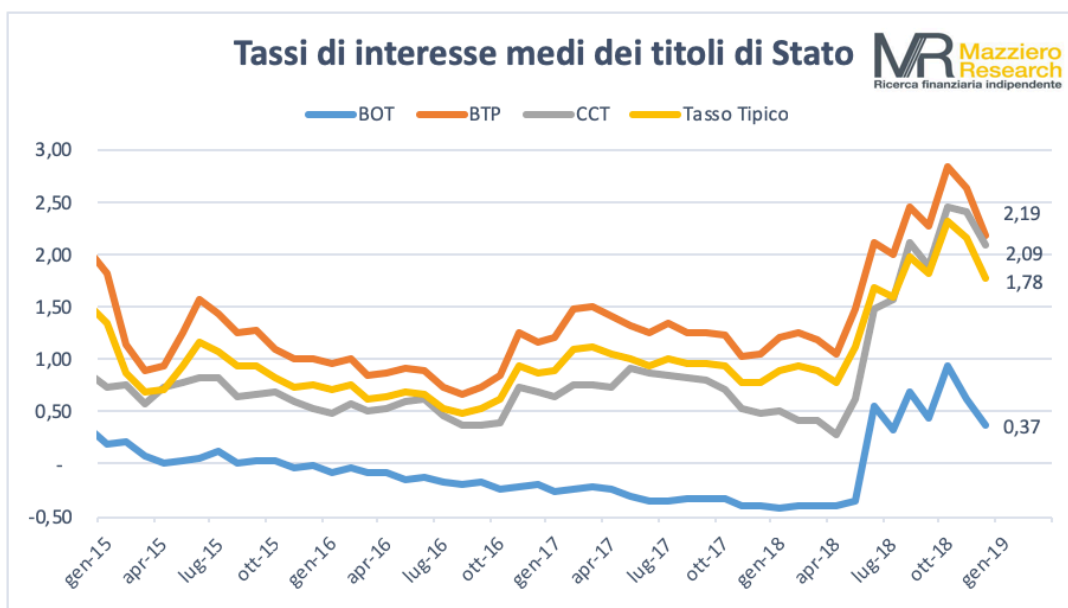


Figura 6: Tassi di interesse medi dei Titoli di Stato da gen. 2015 a dicembre 2018 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Dalla crisi greca in poi, l'appartenenza all'Eurozona non è di per sé una garanzia e i rendimenti dei vari paesi variano a seconda della percezione di affidabilità dei conti pubblici e della possibilità di default. Si tratta di un'eventualità che i mercati non possono escludere visto che già i titoli greci subiscono una revisione del valore e rendimento, a seguito della ristrutturazione del debito (*haircut*).

È quindi ovvio che a fronte di un rischio sovrano più alto chi acquista un titolo di Stato richiede un rendimento maggiore. Il rischio viene considerato più alto a seconda dell'ammontare del debito, della qualità delle misure fiscali e delle valutazioni delle case di rating, ma molto spesso entra nella valutazione anche la percezione di aspetti impliciti che derivano ad esempio dalle dichiarazioni dei componenti di Governo.

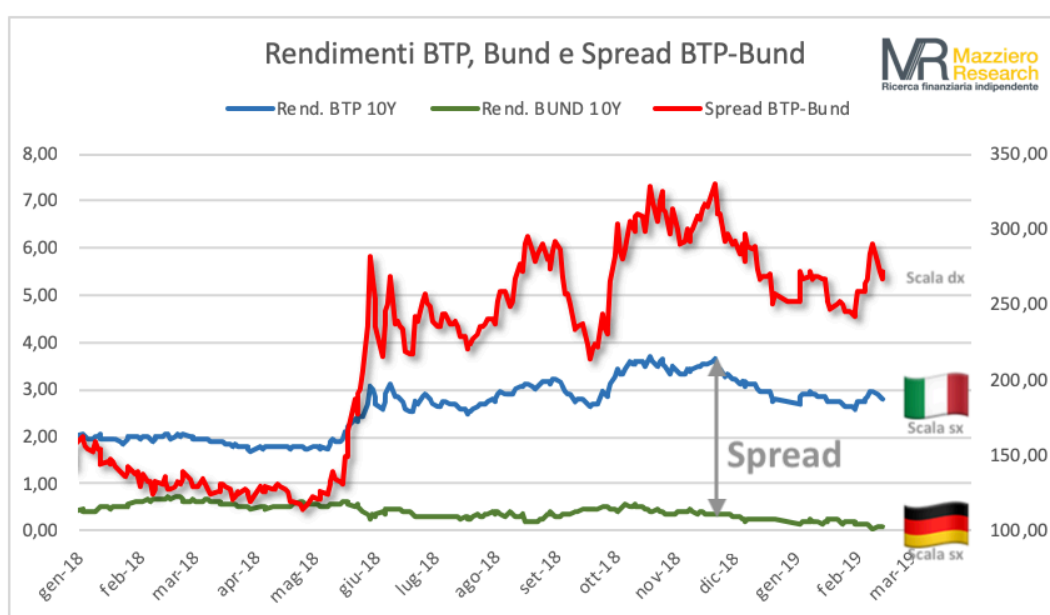


Figura 7: Rendimenti BTP, Bund e Spread BTP-Bund decennale da gennaio 2018 (Elaborazione su dati Traderlink)

(milioni di euro)	2018	2019	2020
Maggiore spesa	764	1.976	1.554

Tabella 9: Maggiore spesa per interessi sulle emissioni mag-dic 2019
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF)

Come si può osservare nelle **Figure 6 e 7** l'innalzamento dei rendimenti e dello spread è coinciso con i colloqui preliminari alla formazione del Governo in carica e con fasi alterne si è mantenuto a livelli elevati per tutta la fase successiva, con spread al di sopra dei 300 punti per alcuni periodi.

Sarebbe molto facile, tornando indietro di alcuni mesi, collegare questo innalzamento dei rendimenti alle dichiarazioni inopportune da parte dei rappresentanti del Governo. Anche la contrapposizione alla Commissione Europea sulla manovra di bilancio è risultata inutile e dannosa, avendo fatto innalzare lo spread per poi comunque trovarsi a modificare le misure di bilancio in base alle indicazioni di Bruxelles.

Secondo l'Istat la maggiore spesa per interessi nel solo 3° trimestre del 2018 sarebbe stata di 1,7 miliardi; tuttavia, il dato dell'Istituto di Statistica indica la differenza con la spesa nel medesimo trimestre dell'anno 2017, quando correavano rendimenti eccezionalmente bassi.

Come Mazziere Research abbiamo svolto un calcolo differente, rilevando come riferimento i rendimenti per ciascuna tipologia di titolo di Stato al 30 aprile e calcolando la differenza di rendimento di ciascuna emissione nel periodo maggio-dicembre, moltiplicata per il quantitativo emesso. La maggiore spesa così calcolata è stata di 764 milioni nel 2018, con un pesante effetto trascinamento negli anni successivi: quasi due miliardi nel 2019 e oltre un miliardo e mezzo nel 2020 (**Tabella 9**).

Questo danno proseguirà in futuro e impatterà anche sul ricco programma di emissioni del 2019 che dovranno necessariamente rimpiazzare gli elevati importi in scadenza (**Figura 8**). Se nel 2018 l'impatto può dirsi ancora limitato, la spesa per interessi subirà un forte balzo già dall'anno in corso sottraendo risorse preziose al bilancio dello Stato, già appesantito da numerose voci di spesa e dalle clausole di salvaguardia (si veda più avanti). A conferma di ciò è possibile trovare nel **Riquadro 2** le stime di spesa per interessi nel 2019.

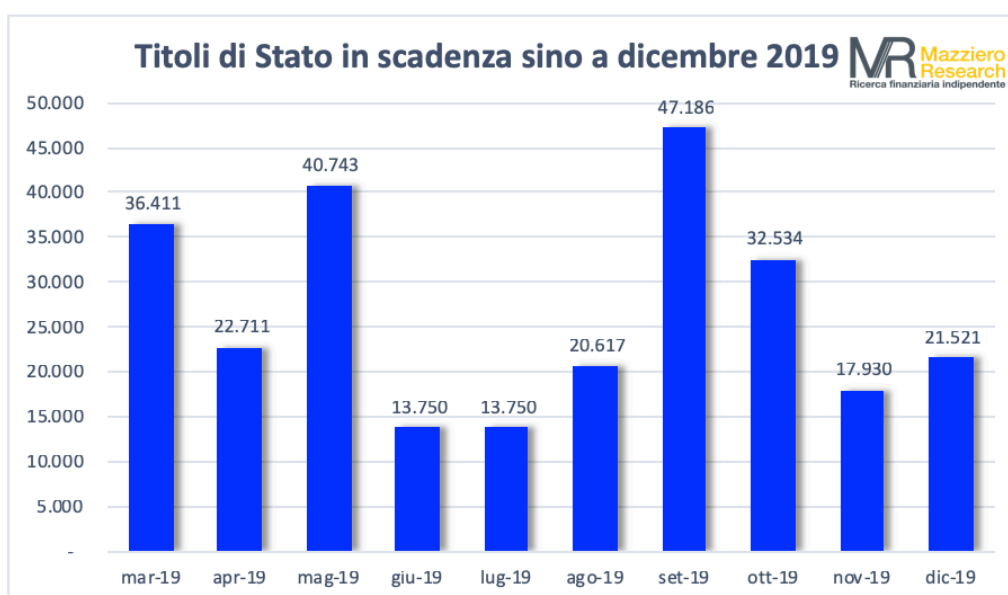


Figura 8: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2019 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF)

Stima spesa per interessi a fine 2019

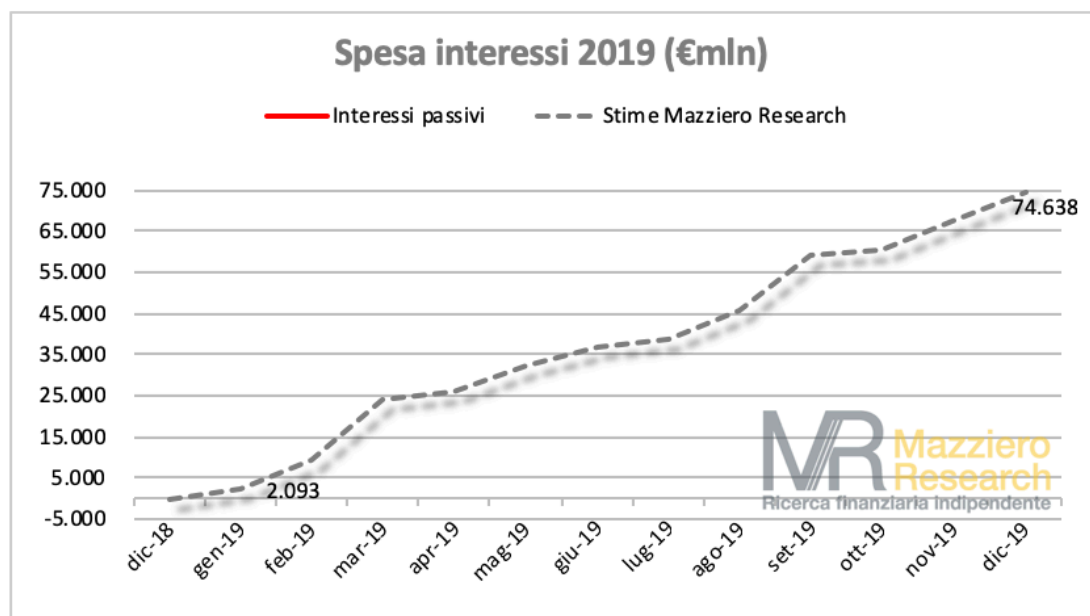


Figura 9: Stima spesa per interessi a fine 2019
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)

Spesa per interessi a fine 2018

Nel 2018 la spesa per interessi passivi è stata di: **67,9 miliardi di euro**.

Nota: dopo alcuni mesi viene comunicata dalla Ragioneria Generale la spesa per interessi finale; il dato annuale è generalmente inferiore di circa 2 miliardi rispetto alla somma dei singoli mesi, è quindi plausibile una cifra finale di 65,9 miliardi.

La stima a fine 2019

Le nostre prime stime di spesa per interessi nel 2019 indicano una cifra a fine anno di circa **74,6 miliardi di euro (Figura 9)**, in forte aumento rispetto al 2018.

Questa cifra potrà variare sensibilmente in corso d'anno anche in funzione dell'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato.

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	6,7	4,6
	Dato Ufficiale	1,6	6,7	13,4	1,3	6,2	4,0	1,6	6,4	12,3	1,2	6,5	6,3
	Δ (Uff - Stima)	-0,3	-1,5	1,4	-1,3	-0,5	-0,8	0,7	-2,3	0,0	-0,5	-0,2	1,7
2019	Stime MR	2,1											
	Dato Ufficiale												
	Δ (Uff - Stima)												

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

Quantitative Easing terminato, gli acquisti continuano

Titoli di Stato acquistati

- Acquisti totali titoli di Stato europei: **2.171,277 miliardi**
- Acquisti titoli di Stato italiani: **365,353 miliardi (18,65% del circolante)**

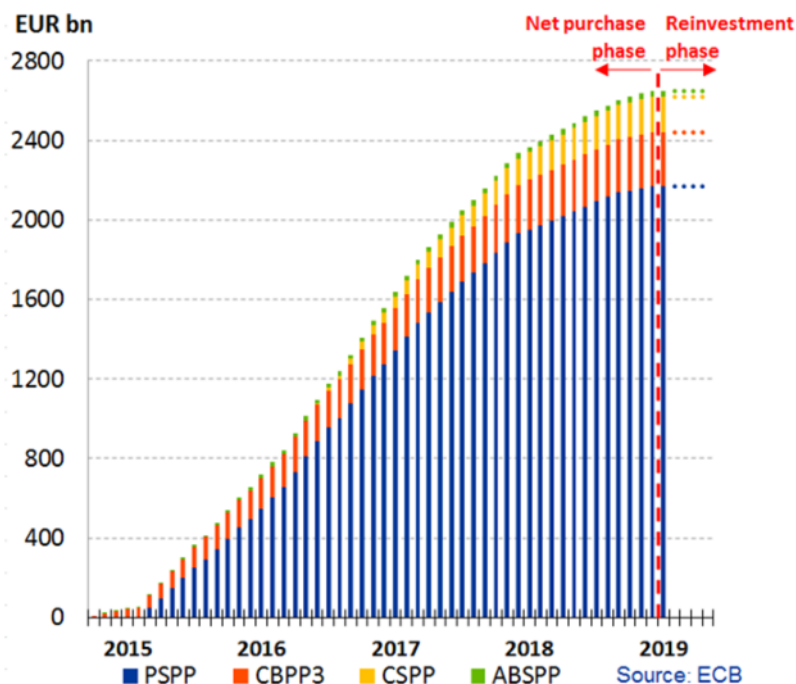


Figura 10: Acquisti di titoli di Stato durante il QE e reinvestimento (Banca Centrale Europea)

Il Quantitative Easing della BCE è terminato il 31 dicembre 2018, ma gli acquisti continueranno attraverso il reinvestimento dei titoli in scadenza e quindi in taluni casi potranno essere **addirittura superiori degli acquisti degli ultimi mesi**.

A conferma di ciò si può notare:

- Titoli di Stato italiani acquistati a dicembre 2018: **2,134 miliardi**.
- Titoli di Stato italiani reinvestiti a gennaio 2019: **3,333 miliardi**.

Permarrà quindi **un'azione di sostegno** data dalla continuazione degli acquisti da parte della BCE, sebbene questi non tendano più all'accumulo, ma alla sola sostituzione del circolante detenuto.

È probabile comunque che nel lungo termine il quantitativo dei titoli italiani diminuisca leggermente, infatti gli acquisti sottostanno alla **chiave di capitale**, cioè alla quota percentuale di ciascuna banca centrale nazionale che viene calcolata in base alla percentuale della popolazione e al PIL nazionale. A seguito della revisione della chiave di capitale, il primo gennaio 2019, il **peso dell'Italia è diminuito dal 12,31% all'11,80%**.

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	34.138		25%
Riserve verso FMI	3.026		2%
Diritti speciali prelievo	6.767		5%
Oro	90.813		67%
Altre attività di riserva	900		1%
Totale Riserve		135.643	100%

Tabella 11: Riserve Banca d'Italia a gennaio 2019
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Le riserve ufficiali a gennaio 2019 ammontano a 135,6 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a ottobre 2018, riportata nel precedente Osservatorio, è pari a +7,0 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 67% delle riserve totali.

L'analisi

L'oro torna a brillare e fa gola per pagare le spese correnti

Rallentamento economico e guerre commerciali riaccendono l'interesse per l'oro, grazie anche ai corposi acquisti da parte delle banche centrali.

L'Italia resta il terzo paese detentore, escludendo il Fondo Monetario Internazionale, con 2.451,8 tonnellate. Questo **tesoretto** del valore di 90 miliardi sarebbe al centro delle attenzioni di alcune componenti della maggioranza di governo che **vorrebbero venderlo per finanziare le spese correnti** ed evitare l'intervento delle clausole di salvaguardia (si veda sezione successiva). Se così fosse, sarebbe grave; **quell'oro è un patrimonio storico** degli italiani, **possederlo fu utile** nei momenti di crisi come garanzia (Governo Rumor 1974) e dissiparlo sarebbe un grave errore a cui rispondere un giorno di fronte alla storia.

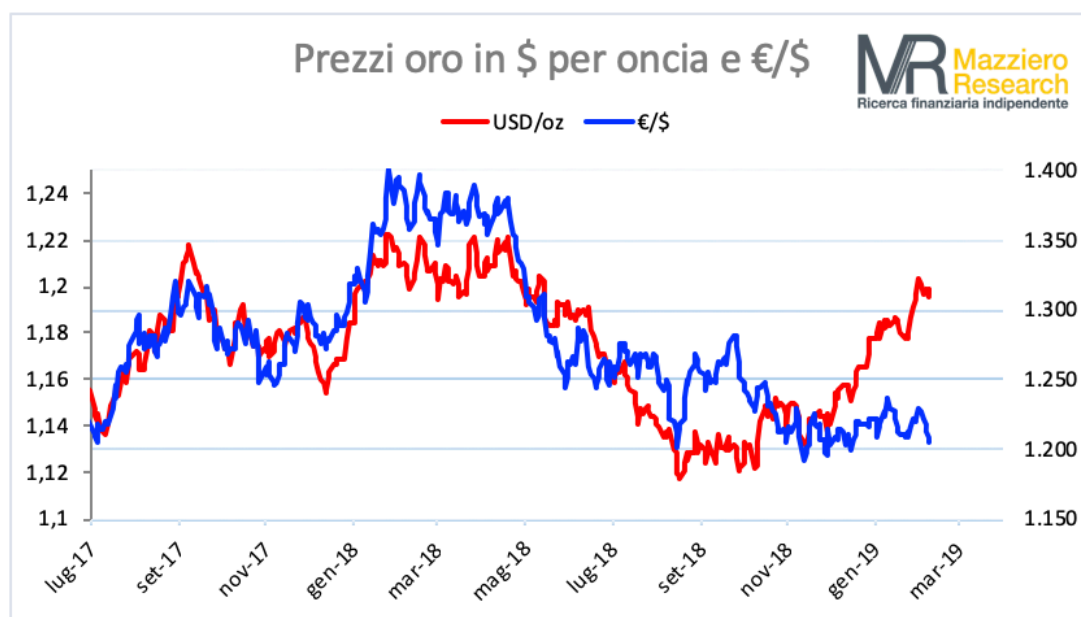


Figura 11: Quotazioni dell'oro in dollari l'oncia e cambio €/€/\$
(Elaborazione su dati World Gold Council)

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				2.316.697			0,80%	1,20%
Anno 2018 (st.DEF)	1.767.600	42.646		2.314.295	1,90%	131,70%	1,00%	1,10%
Anno 2019 (st.DEF)	1.822.700	55.100		2.368.961	2,04%	130,70%	1,00%	2,20%
Anno 2020 (st.DEF)	1.887.000	64.300		2.416.872	1,80%	129,20%	1,10%	2,00%
Anno 2021 (st.DEF)	1.946.300	59.300		2.466.865	1,50%	128,20%	1,00%	1,50%
Anno 2018 (st.UE)	1.742.204	17.250		2.284.029	1,90%	131,10%	1,00%	1,30%
Anno 2019 (st.UE)	1.745.688	3.484		2.286.851	2,90%	131,00%	0,20%	1,00%
Anno 2020 (st.UE)	1.759.653	13.966		2.306.906	3,10%	131,10%	0,80%	1,30%
Anno 2018 (st.FMI)	1.741.749	16.795		2.289.030	2,40%	131,40%	1,00%	1,20%
Anno 2019 (st.FMI)	1.752.199	10.450		2.293.629	2,50%	130,90%	0,60%	1,30%
Anno 2020 (st.FMI)	1.767.969	15.770		2.310.736	2,20%	130,70%	0,90%	1,50%
Anno 2021 (st.FMI)	1.780.345	12.376		2.330.472	1,90%	130,90%	0,70%	1,60%
Anno 2022 (st.FMI)	1.791.027	10.682		2.346.246	1,70%	131,00%	0,60%	1,70%
Anno 2023 (st.FMI)	1.801.773	10.746		2.362.125	1,40%	131,10%	0,60%	1,70%
Anno 2018 (st.OCSE)	1.742.204	17.250		2.264.865	1,80%	130,00%	1,00%	1,20%
Anno 2019 (st.OCSE)	1.757.883	15.680		2.243.059	0,90%	127,60%	0,90%	1,70%
Anno 2020 (st.OCSE)	1.773.704	15.821		-			0,90%	

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

Tabella 12: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2018, stime anni successivi di DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

I fatti

- Nel 4° trim. 2018 il PIL ha segnato -0,2% rispetto al trimestre precedente.
- PIL 2018 allo 0,8% (dato preliminare).
- Il PIL resta del 4,7% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2019 è -0,2%.
- La produzione industriale a dicembre 2018 è scesa dello 0,8% rispetto al mese precedente.
- La produzione industriale a dicembre 2018 è scesa del 5,5% rispetto all'anno precedente.
- Il commercio al dettaglio a dicembre 2018 è sceso dello 0,7% rispetto al mese precedente.
- Il commercio al dettaglio a dicembre 2018 è salito dello 0,2% rispetto all'anno precedente.
- Il commercio elettronico a dicembre 2018 è salito del 12,1% rispetto all'anno precedente.

L'analisi alle pagine seguenti

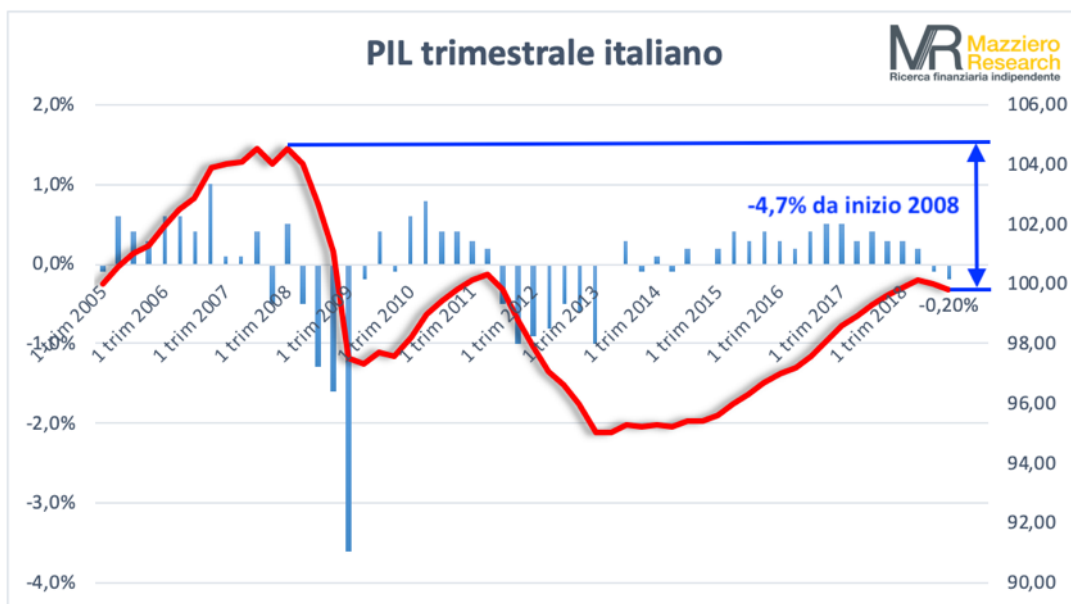


Figura 12: PIL trimestrale dal 2005 al 4 Trim. 2018
(Elaborazione su dati Istat)

Riquadro 4

Stima PIL 2019

1 trim 2019	2 trim 2019	3 trim 2019	4 trim 2019	Annuale
0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	
-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	
-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	

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

Stima PIL 2019: +0,3%

Possibili revisioni: in base al dato definitivo del PIL al 4° trimestre 2018 e nel caso di ulteriore debolezza della produzione industriale e del commercio internazionale.

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.

La recessione è arrivata, quanto durerà?

Con un PIL nel 4° trimestre al -0,2%, l'Italia è entrata ufficialmente in **recessione**, concretizzando quella possibilità che già avevamo ipotizzato dopo il -0,1% segnato nel 3° trimestre.

Il dato è deludente, ma è coerente e certifica il progressivo deterioramento della produzione industriale e il calo delle esportazioni, mentre sul fronte interno il commercio al dettaglio resta sottotono pur con un sensibile incremento del commercio online.

Il forte rallentamento si basa su **dati preliminari**, che quindi potrebbero ancora cambiare, tuttavia appare probabile che, anche in caso di miglioramento, la lettura del PIL trimestrale resti negativa almeno al -0,1%.

Negli ultimi 10 anni l'Italia si è trovata in recessione già altre due volte: la prima, nel 2° trimestre del 2008 e durò un anno, la seconda nel 3° trimestre del 2011 e durò un anno e mezzo. Difficile ipotizzare quanto possa durare questa recessione, sebbene sia plausibile che riemerga una ripresa del commercio mondiale e della produzione del settore automobilistico e quindi possa tornare a far capolino il segno più almeno nel secondo semestre del 2019.

Tre scenari per il 2019

Una volta assodata la recessione il passo successivo è determinare quali impatti si possano avere nel 2019. La **Tabella 14** riporta alcune proiezioni del PIL 2019 in base a **tre scenari e 11 ipotesi di crescita trimestrale**; le ipotesi potrebbero essere molte di più, ma già queste articolazioni su base trimestrale permettono di ottenere un'idea sul risultato annuale. Il **primo scenario**, in ordine di presentazione ma non di probabilità, è quello di una stagnazione con progressi nulli in tutti i trimestri, il risultato annuale sarebbe pari a -0,2%. Il **secondo scenario** è quello di un progressivo ritorno alla crescita con accelerazioni trimestrali; il PIL annuale risulta compreso tra 0,3% e 1,0%. Si noti anche quali valori sarebbero necessari per raggiungere l'1% annuale previsto dal Governo, o lo 0,6% annuale previsto da Banca d'Italia e dal Fondo Monetario Internazionale. Si tenga inoltre presente che a parità di risultato potrebbero esservi dei cambiamenti sui singoli trimestri.

	1 trim. 2019	2 trim. 2019	3 trim. 2019	4 trim. 2019	PIL Annuale
Scenario 1: stagnazione					
Ipotesi 1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%
Scenario 2: ritorno alla crescita					
Ipotesi 2	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
Ipotesi 3	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%
Ipotesi 4	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,6%
Ipotesi 5	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	0,8%
Ipotesi 6	0,3%	0,5%	0,6%	0,8%	1,0%
Scenario 3: continuazione recessione e recupero					
Ipotesi 7	-0,1%	0,0%	0,2%	0,3%	-0,1%
Ipotesi 8	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,3%	-0,3%
Ipotesi 9	-0,2%	0,0%	0,1%	0,2%	-0,3%
Ipotesi 10	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,5%
Ipotesi 11	-0,3%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,6%

Tabella 14: PIL 2019 in tre scenari
(Elaborazione Mazziere Research)

Il **terzo scenario** è quello di una continuazione della recessione per 1 o 2 trimestri e un recupero nel secondo semestre. Le ipotesi dalla 7 alla 9 implicano uno sviluppo positivo e danno luogo a un PIL annuale compreso tra -0,1 e -0,3%, le ipotesi 10 e 11 invece contemplan la possibilità di un progresso nullo nel 3° e 4° trimestre e darebbero luogo a un PIL annuale compreso tra -0,5 e -0,6%. Ipotesi da brividi al momento, che sono tuttavia da tenere presente, almeno per capire quanto potrebbe essere profonda la recessione.

Per il momento la **Mazziero Research adotta la stima dell'ipotesi 2**, con un progresso annuale dello 0,3% (**Riquadro 4**); possibili revisioni potranno intervenire nel corso dell'anno a seconda del dato definitivo sul PIL 2018 (pubblicazione Istat il 5 marzo) o nel caso di ulteriore debolezza della produzione industriale e del commercio internazionale.

Clima di fiducia in Europa in deterioramento

È ovvio che non si debba essere pessimisti, ma nel contempo non si deve mai abbandonare la via del realismo: lo scenario che si sta delineando in Europa è quello di un progressivo deterioramento e lo si vede in modo marcato nei principali paesi europei.

La **Figura 13** mostra il clima di fiducia delle imprese, rilevato dall'**ifo Institute**, per Germania, Francia, Italia e Spagna: il declino riguarda tutti i quattro paesi e per l'Italia la contrazione appare ancora più acuta. È un'analisi che appare coerente anche con il **clima di fiducia** rilevato dall'Istat che vede sensibili arretramenti per le imprese. È noto che un imprenditore sfiduciato non investe e si mette sulla difensiva, generando a catena una diminuzione delle disponibilità economiche delle famiglie e quindi una contrazione dei consumi con ricadute negative sul PIL.

ifo Economic Climate for Countries of the Euro Area

Balances

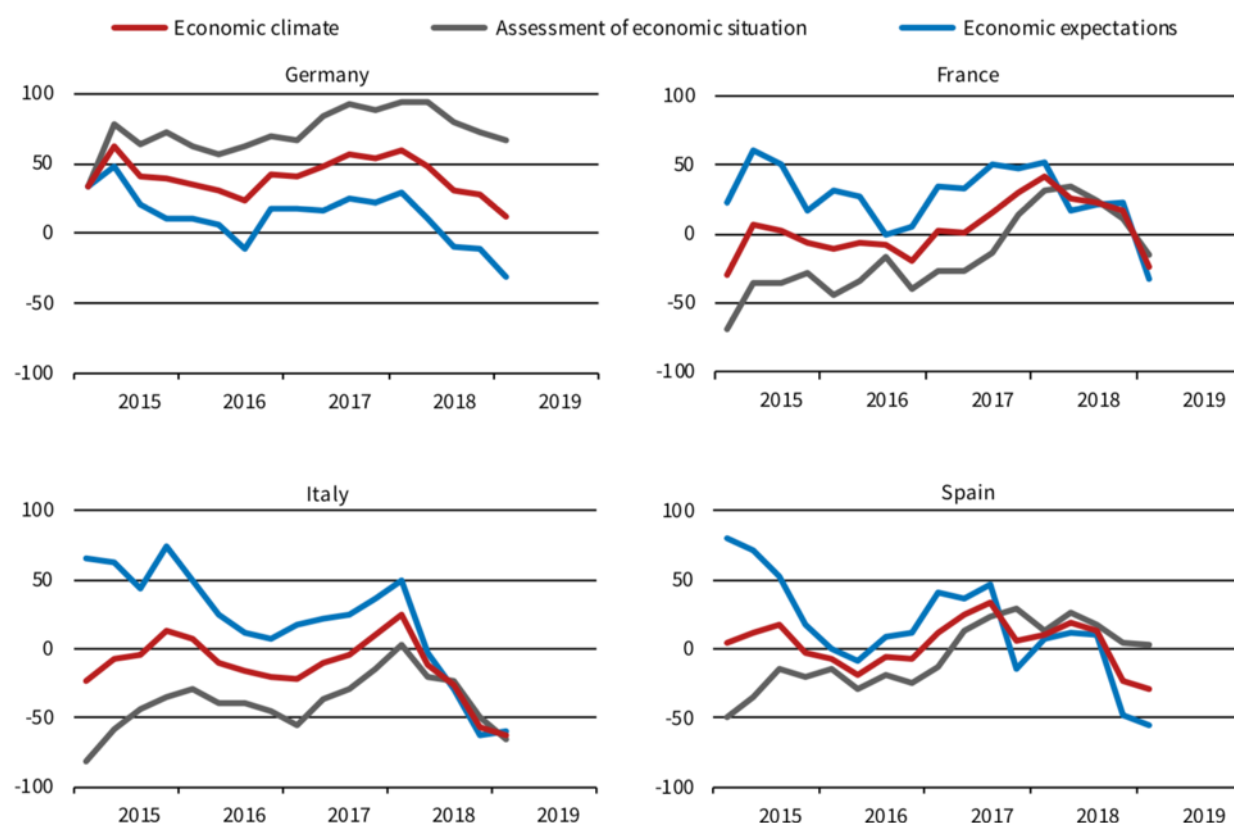


Figura 13: Indice di fiducia ifo per Germania, Francia, Italia e Spagna (Fonte ifo Institute)

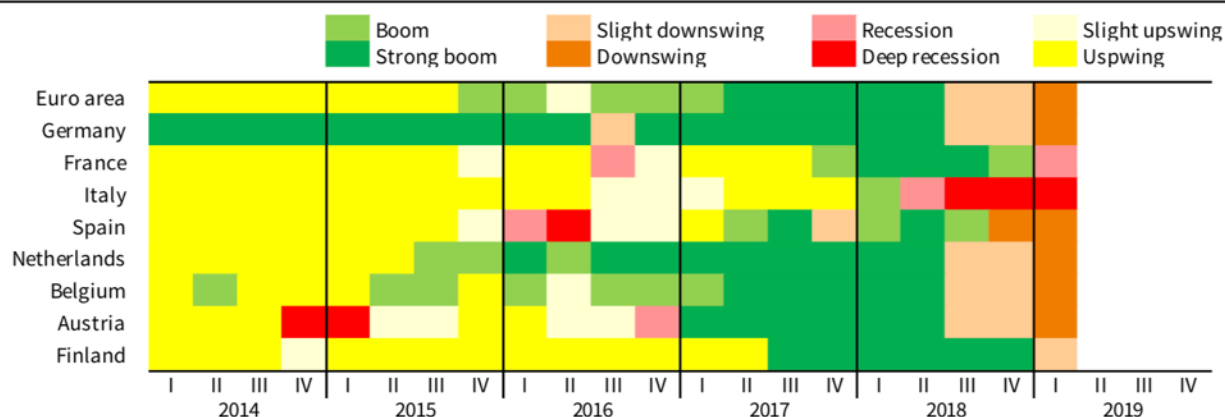


Figura 14: Mappa del calore sull'attività economica
(Fonte ifo Institute)

La **Figura 14**, attraverso la mappa del calore, rende ancora più evidente le condizioni di rallentamento per l'intera Eurozona e in particolare la fragilità del nostro paese che manterrebbe spinte recessive anche per il primo trimestre del 2019.

I rischi di finanza pubblica nel 2019

Potremmo così riassumere i rischi di finanza pubblica nel 2019: **manovra correttiva nel 2019 certa, aumento Iva nel 2020 probabile, patrimoniale nel 2021 possibile**. Sono rischi che prendono sempre più consistenza a causa di un debito in continuo aumento, di un PIL in rallentamento e di misure espansive che difficilmente raggiungeranno gli obiettivi programmati.

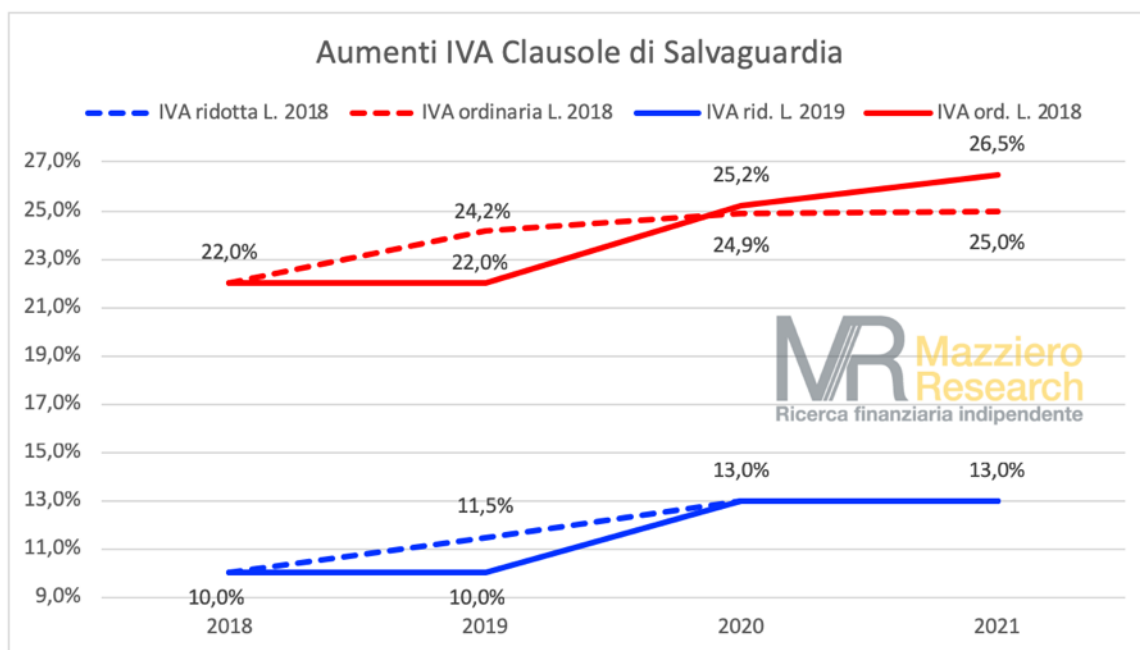


Figura 15: Clausole di salvaguardia Leggi di Bilancio 2018 e 2019
(Elaborazione su dati MEF - NaDEF)

(milioni di euro)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Legge stabilità 2015	-	12.814	19.221	21.695	21.695	21.695	21.695
Legge stabilità 2016		-	15.133	19.571	19.571	19.571	19.571
Legge stabilità 2017			-	19.571	23.250	23.250	23.250
Legge stabilità 2018				-	12.472	19.162	19.571
Legge stabilità 2019					-	23.072	28.753

*Tabella 15: Importi per la disattivazione delle clausole di salvaguardia
(Elaborazione su dati UpB)*

Manovra correttiva nel 2019

Ormai certa la manovra correttiva in corso d'anno; come abbiamo visto nella **Tabella 14** difficilmente si raggiungerà l'1,0% del PIL programmato dal Governo, di conseguenza tenderanno a crescere i rapporti deficit/PIL e debito /PIL rendendo necessario un intervento correttivo. Lo scostamento dagli obiettivi di bilancio diventerà ufficiale con la pubblicazione del **Documento di Economia e Finanza (DEF)** ad aprile e riaccenderà la contrapposizione tra Commissione Europea e Governo. Le negoziazioni potranno quasi sicuramente venire strumentalizzate in chiave elettorale, con possibili strascichi sino al voto europeo del 26 maggio.

È plausibile che a partire da giugno saranno messe a punto alcune revisioni di bilancio, che verranno poi adottate, come spesso accaduto in passato, durante le calure di agosto.

Aumento IVA nel 2020

È probabile che la manovra correttiva sarà parziale e non riuscirà a riportare nella corretta rotta i conti pubblici; di conseguenza tra ottobre e novembre inizierà la predisposizione del bilancio 2020 con un macigno sempre più grande rappresentato dalle clausole di salvaguardia.

Come si può osservare nella **Figura 15** l'aumento IVA porterebbe l'aliquota ordinaria dal 22% al 25,2%, a causa delle enormi cifre poste a garanzia: 23 miliardi nel 2020, 28,7 nel 2021. Come mostra la **Tabella 15** la sterilizzazione dell'aumento mediante trascinamento agli anni successivi ha portato le cifre ad ingigantirsi sempre di più ed è chiaro che questa pratica non possa essere portata all'infinito, visto che le somme in gioco hanno già raggiunto livelli fisiologici insostenibili per il bilancio.

È probabile quindi un aumento IVA nel 2020, magari mitigando l'aliquota dal 25,2% al 24-24,5%. Dal punto di vista politico potrebbe venir giustificata dall'andamento sfavorevole del ciclo economico e come conseguenza di una sventurata politica di bilancio ereditata dai Governi precedenti.

L'aumento dell'IVA renderebbe ancora più fragili i consumi e difficilmente la crescita del PIL in termini nominali compenserebbe il rallentamento indotto dal rincaro di beni e servizi.

Patrimoniale nel 2021

Sebbene al momento non si possano ancora considerare tutti gli effetti di un rallentamento economico globale e di un continuo deterioramento dei conti pubblici, è plausibile che variabili economiche differenti possano agire contemporaneamente in modo pro-ciclico nel peggiorare i conti pubblici. A solo titolo didascalico possiamo ricordare i fattori di maggiore impatto: *debito pubblico in continuo aumento, PIL debole, aumento della spesa per interessi, aumento in qualche misura dell'IVA, possibile peggioramento del merito di credito (rating), aumento della spesa pensionistica, aumento della spesa sanitaria legata al ciclo demografico, minori entrate fiscali in caso di rallentamento economico.*

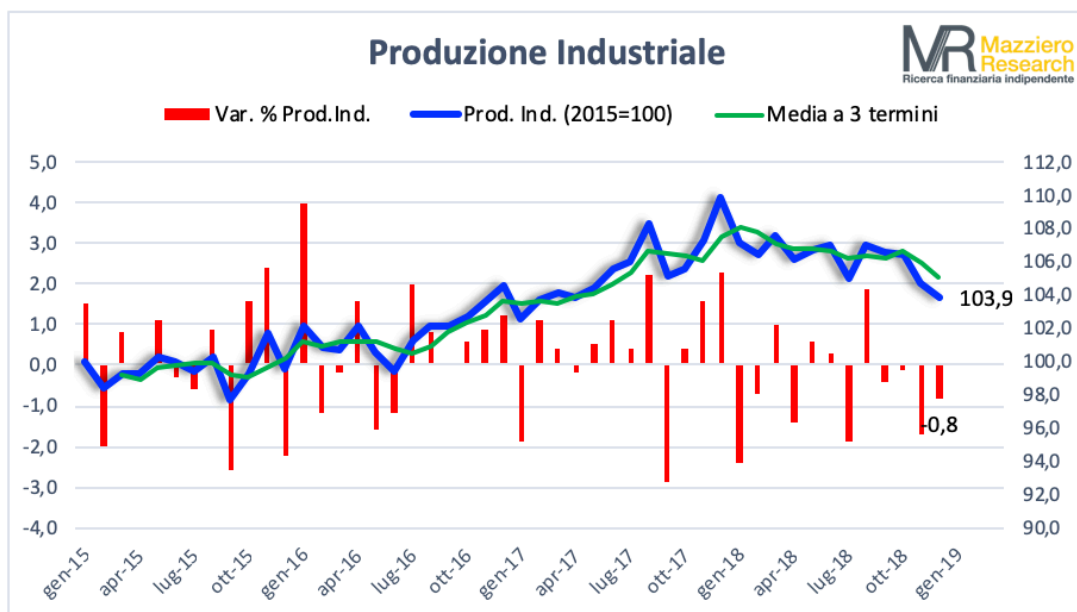


Figura 16: Produzione industriale da gennaio 2015 a dicembre 2018
(Elaborazione su dati Istat)

Qualora questi elementi agissero contemporaneamente potrebbero portare alla necessità, anche per tranquillizzare i mercati, di procedere a una **patrimoniale, che potrebbe valere per diverse decine di miliardi se non avvicinarsi al centinaio**. Come per tutte le patrimoniali del passato, il sollievo sarebbe di qualche anno senza comunque invertire la rotta del debito pubblico.

Nel caso di applicazione più blanda, al fine di evitare la patrimoniale, potrebbe essere **reintrodotta la tassazione sulla prima casa**, altra ipotesi che inizia a circolare è la vendita di parte delle riserve d'oro detenute dalla Banca d'Italia (si veda la sezione relativa). *Si precisa che le misure qui riportate non vanno intese come auspicate, ma emergono come conseguenza di una realistica lettura dei dati economici.*

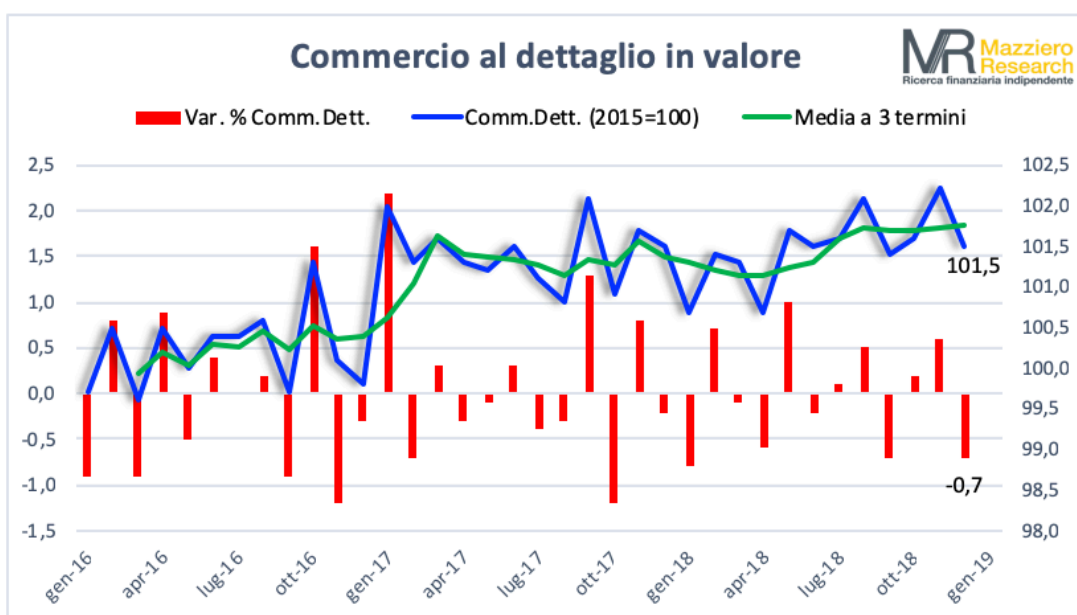


Figura 17: Commercio al dettaglio in valore da gennaio 2016 a dicembre 2018
(Elaborazione su dati Istat)

Produzione industriale e commercio al dettaglio deludenti

A conclusione di questa sezione è possibile osservare nella **Figura 16** l'andamento della produzione industriale e nella **Figura 17** il commercio al dettaglio; evidente il rallentamento della produzione mentre il commercio si mantiene stabile con un'altalena positiva e negativa delle rilevazioni mensili, senza alcuna tendenza di fondo.

Riquadro 5

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

I fatti

- Il tasso di inflazione annua IPCA a gennaio è pari al +0,9%.
- Il tasso di inflazione annua FOI a dicembre è pari al +1,0%.
- Il tasso di inflazione annua NIC a gennaio è pari al +0,9%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2019 è pari al +0,1%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 101,5.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 102,1.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 102,4.

L'analisi

Inflazione in diminuzione grazie al calo del petrolio

Il caro prezzi si presenta in contrazione su base mondiale, grazie al calo dei prezzi del petrolio che sono passati dagli 85 dollari di inizio ottobre ai 50 di fine dicembre (quotazioni relative al petrolio di qualità Brent). Il successivo recupero del barile oltre i 60 dollari di fatto non si è ancora riversato sui prezzi alla pompa di benzina.

Vediamo così un calmieramento generalizzato dei prezzi al consumo con una variazione annuale misurata dall'indice NIC al +0,9% (**Figura 16**). Ancora più marcata la contrazione sull'indice armonizzato IPCA (**Figura 17**) che si riporta al livello di 101,5 in considerazione dei saldi stagionali del mese di gennaio.

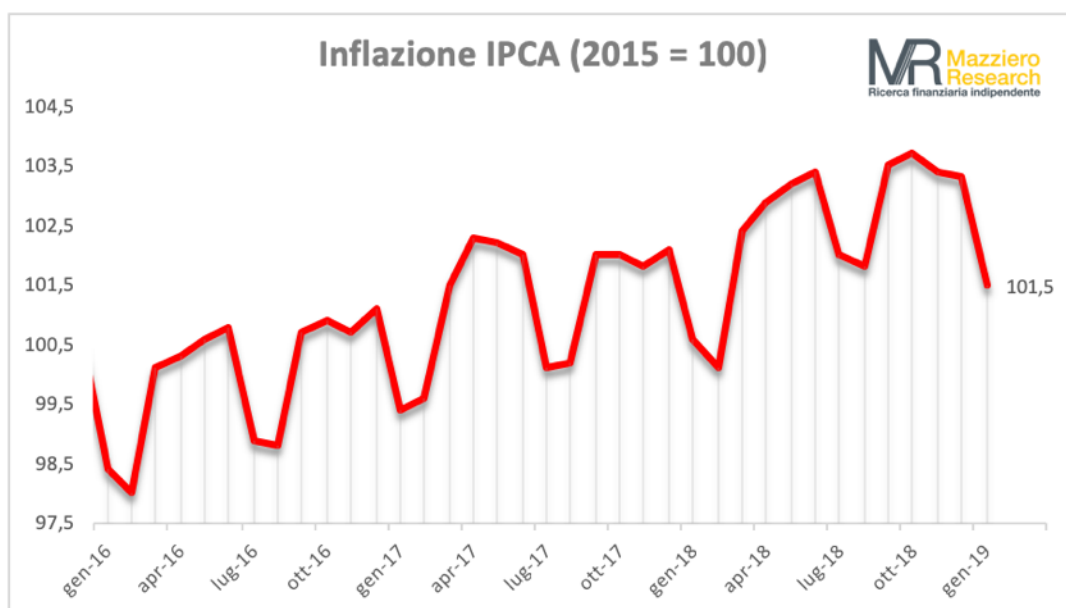


Figura 17: Indici dei prezzi al consumo IPCA da gennaio 2016 a gennaio 2019
(Elaborazione su dati Istat)

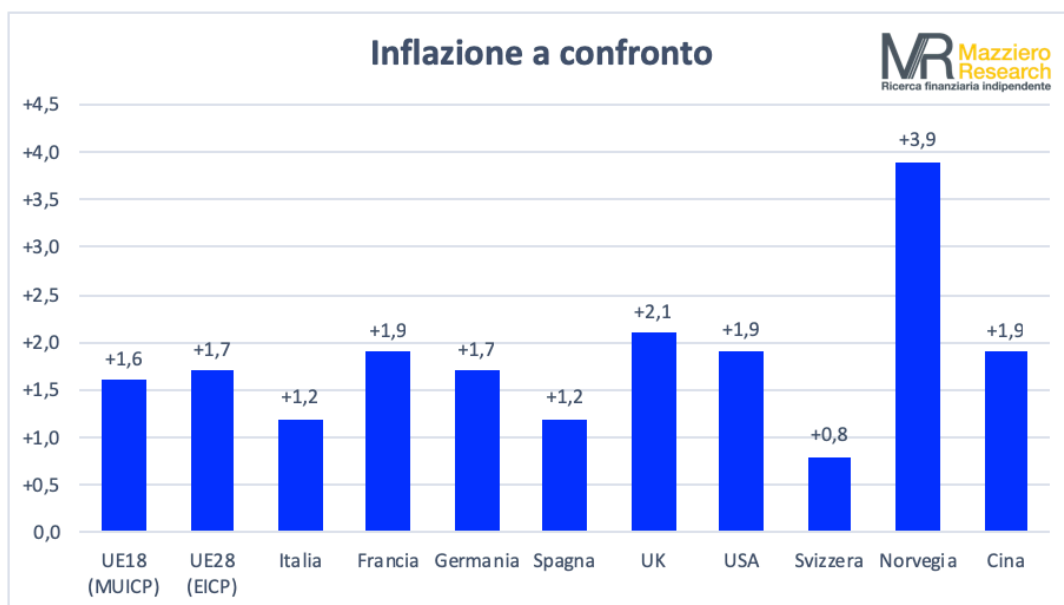
Zenzero e pannoloni nel paniere dei prezzi Istat

Come di consuetudine l'Istat ha provveduto a inizio anno alla modifica dei beni compresi nel paniere dei prezzi al consumo; si tratta di una revisione volta ad adeguare le rilevazioni del caro vita alle abitudini di spesa delle famiglie.

La **Tabella 16** riporta la composizione dei panieri e le modifiche apportate al paniere composto da 1.507 prodotti. Fra le curiosità: spariscono le lampadine a risparmio energetico ed entrano zenzero, frutti di bosco e pannoloni; tempi che cambiano, italiani che invecchiano.

COSA ENTRA	DIVISIONI DI SPESA	NIC	IPCA	FOI
Frutti di bosco e zenzero, bicicletta elettrica e scooter sharing, cuffia con microfono, hoverboard e web TV; tavolo, sedia e mobile da esterno, pannoloni e traversa salvaletto, energia elettrica del mercato libero	Prodotti alimentari e bevande analcoliche	16,3%	17,3%	14,8%
	Bevande alcoliche e tabacchi	3,1%	3,2%	3,1%
	Abbigliamento e calzature	7,0%	8,1%	7,8%
	Abitazione, acqua, elettricità e combustibili	11,0%	11,7%	11,1%
	Mobili, articoli e servizi per la casa	7,2%	7,7%	6,7%
	Servizi sanitari e spese per la salute	8,5%	4,3%	6,8%
	Trasporti	14,4%	15,3%	16,4%
	Comunicazioni	2,5%	2,6%	2,8%
	Ricreazione, spettacoli e cultura	7,8%	6,1%	8,0%
	COSA ESCE	Istruzione	1,0%	1,1%
Servizi ricettivi e di ristorazione		11,8%	12,6%	12,0%
Altri beni e servizi		9,3%	9,9%	9,2%
Supporto digitale da registrare e lampadina a risparmio energetico				
INDICE GENERALE		100%	100%	100%

Tabella 16: Composizione panieri Istat, cosa entra e cosa esce
(Elaborazione su dati Istat)



*Figura 18: Inflazione nei vari Paesi a dicembre 2018
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Inflazione quasi dovunque sotto la soglia del 2 per cento

Se si esclude la Norvegia, con un tasso appena sotto il 4%, l'inflazione in Europa risulta inferiore alla soglia del 2% (**Figura 18**); il Regno Unito la supera di poco soprattutto a causa della debolezza della sterlina nell'ultima parte del 2018.

Cina e Stati Uniti, nelle rilevazioni di dicembre, risultano appaiati con valori di inflazione abbastanza vicini a quelli dell'Unione Europea.

Italia e Spagna presentano valori al di sotto della media europea, evidenziando una fragilità maggiore sul lato dei consumi. Il tasso di inflazione al di sotto dell'1% per la Confederazione Elvetica conferma la forza del franco svizzero.

Riquadro 6

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

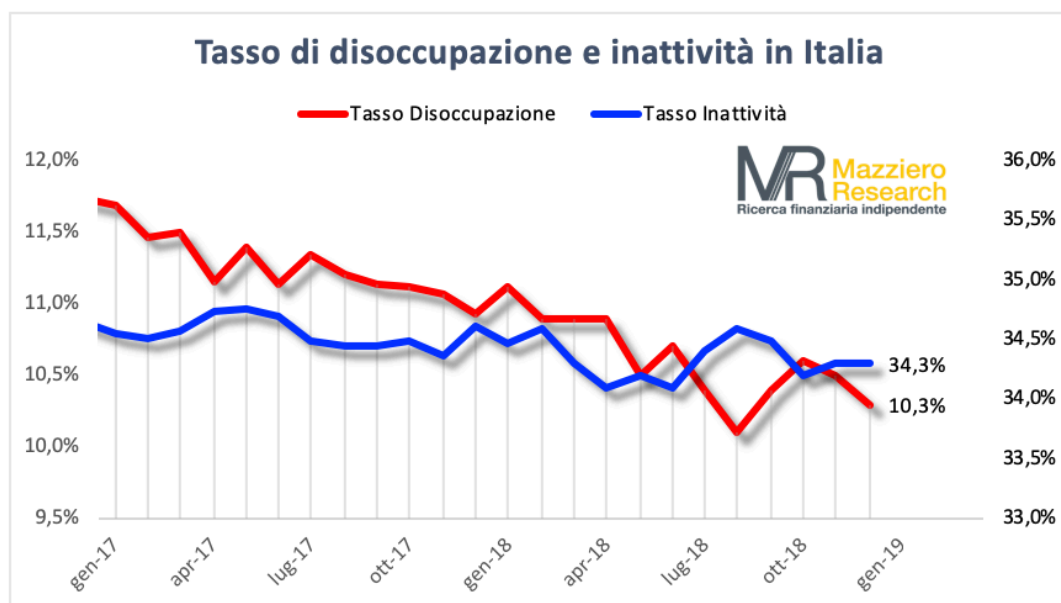


Figura 19: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2017 a dicembre 2018 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 10,3% a dicembre 2018; minimo annuale 10,1% ad agosto. 31,9% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; minimo annuale 31,5% a luglio.
- Tasso di occupazione: 58,8% della popolazione tra 15 e 64 anni; massimo annuale.
- Tasso di inattività: 34,3% della popolazione tra 15 e 64 anni; massimo annuale 34,6% ad agosto.
- Tasso di mancata partecipazione: 19,0% nel 3 trim.2018; record storico 23,7% nel 1 trim.2015;
- Cassa integrazione: nel 2018 autorizzate 217,7 milioni di ore; nel 2017 furono autorizzate 351,1 milioni di ore.

L'analisi

Buoni i dati sulla disoccupazione, ma sempre al di sopra del 10%

La rilevazione Istat sulla disoccupazione a dicembre ha mostrato un quadro in miglioramento, con progressi che tuttavia si fanno strada troppo lentamente.

La disoccupazione resta al di sopra del 10%, al 10,3% per la precisione (linea rossa, **Figura 19**), in concomitanza a un tasso di inattività stabile al 34,3% (linea blu, **Figura 19**).

Detto in altri termini il calo su base congiunturale (cioè mensile) corrisponde realmente ad un aumento dei posti di lavoro.

(valori espressi in migliaia)	Variazione congiunturale	Variazione tendenziale
Occupati	23.629	23
Disoccupati	2.682	-44
Inattivi 15-64 anni	13.201	-16

*Tabella 17: Occupati, disoccupati e inattivi a dicembre 2018
(Elaborazione su dati Istat)*

Questo miglioramento lo si vede chiaramente nella **Tabella 17** che riporta le variazioni assolute in termini **congiunturali** (rispetto al mese precedente) e **tendenziali** (rispetto all'anno precedente).

Come è possibile osservare gli occupati sono aumentati di 23 mila unità a livello congiunturale e 202 mila unità a livello tendenziale.

Sono diminuiti gli inattivi, 16 mila nel congiunturale e 197 mila nel tendenziale, insieme a una contrazione nel numero di disoccupati, 44 mila nel congiunturale e 137 mila nel tendenziale.

Tutto questo ci dice che la **creazione di posti di lavoro, seppur a rilento, prosegue**, diminuiscono quindi sia i disoccupati sia gli inattivi e la tendenza è confermata sia su base mensile sia su base annua.

Ma la domanda che ci dobbiamo realmente porre è quale sia la tipologia dei nuovi posti di lavoro.

La fotografia che emerge al riguardo dai dati Istat non appare per nulla confortante, infatti, come si può constatare dalla **Tabella 18** dei 202 mila nuovi occupati, ben 168 mila sono dipendenti ma la creazione di posti di lavoro riguarda essenzialmente **impieghi a termine** (257 mila unità) **a scapito delle occupazioni a tempo indeterminato**, che scendono così di 88 mila unità.

È il risultato del mondo del lavoro che evolve, malgrado le legislazioni e le intenzioni; la politica ha sempre cercato di ostacolare questa tendenza al fine di mantenere tutele a scopo di consenso, mentre sarebbe ora di prenderne atto e **ridefinire i confini dei contratti di lavoro**.

Un argomento certamente spinoso, che probabilmente troverebbe il sindacato sulle barricate nella **difesa di posizioni di principio** per conservare il più possibile l'erosione degli iscritti.

Eppure, il tema è urgente ed è strettamente connesso alle tante problematiche di un paese che non cresce, anche per la **scarsa competitività**, e che trova temporanee valvole di sfogo in una **sotto-retribuzione dei lavori** anche ad elevato profilo professionale.

Disoccupazione giovanile stabile oltre il 30%

Un altro dei problemi che sembra ignorato dall'agenda politica è quello della disoccupazione giovanile, che si mantiene oltre il 30% senza accennare a diminuzioni da oltre un anno e mezzo (linea blu, **Figura 20**).

(valori espressi in migliaia)	Variazione congiunturale	Variazione tendenziale
Occupati	23.629	23
Dipendenti	17.936	12
Permanenti	14.806	-35
A termine	3.130	47
Indipendenti	5.334	11

*Tabella 18: Tipologia delle nuove occupazioni a dicembre 2018
(Elaborazione su dati Istat)*



Figura 20: Disoccupazione in Italia da gennaio 2017 a dicembre 2018 (Elaborazione su dati Istat)

È un segnale preoccupante, che esprime la **mancanza di opportunità per i nostri giovani**, che sempre più spesso si trovano **costretti ad emigrare all'estero** per trovare lavoro e ottenere una retribuzione dignitosa.

Anche **l'istituto dello stage dimostra tutta la sua inefficacia** nel dare un accesso ai giovani al mondo del lavoro ed è diventato uno strumento per le aziende per ottenere manodopera sottopagata. Sempre più spesso il contratto di stage non si traduce nella duratura stabilizzazione del giovane, che, anche nei casi favorevoli, dopo il secondo stage viene sostituito.

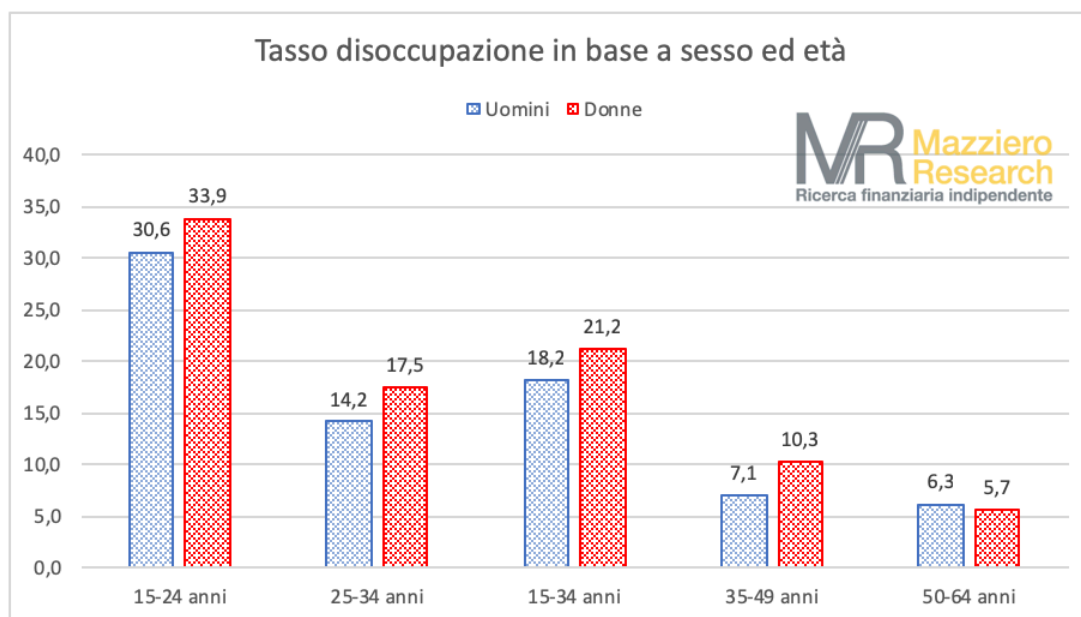


Figura 21: Disoccupazione suddivisa per sesso ed età nel 3° trimestre 2018 (Elaborazione su dati Istat)

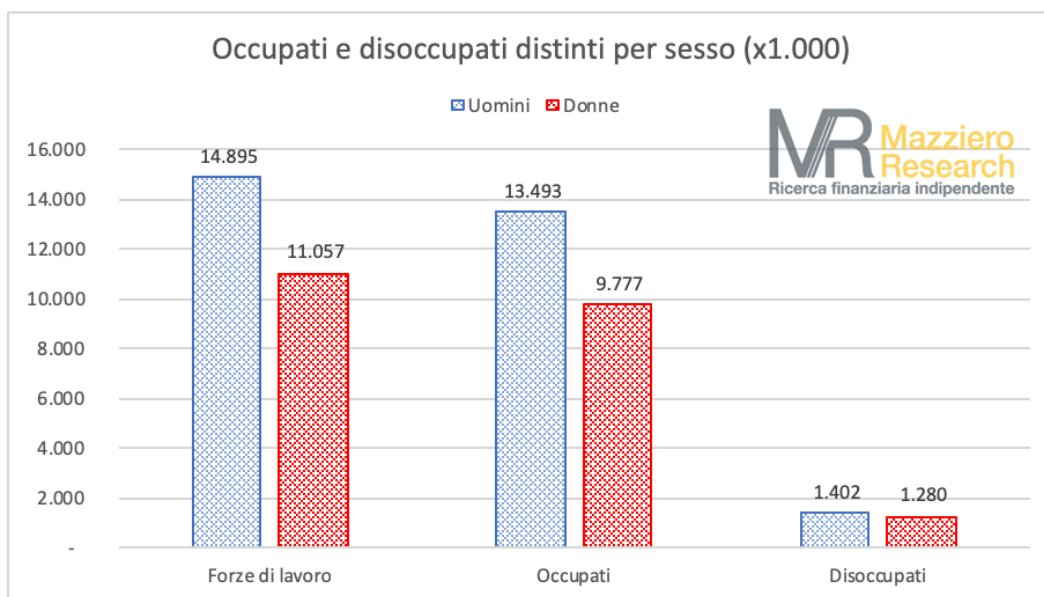


Figura 22: Forze di lavoro, occupati e disoccupati per sesso nel 3° trimestre 2018
(Elaborazione su dati Istat)

Disoccupazione femminile del 3% più alta

Il quadro non sarebbe, tuttavia, completo se non si considerassero le **anomalie della disoccupazione di genere**: le donne restano ancora un gradino indietro nel mondo del lavoro visto che la **disoccupazione femminile è del 3% più alta** di quella maschile.

E questo avviene ad ogni classe di età, come è possibile osservare dalla **Figura 21**, ad eccezione delle ultracinquantenni, quando la disoccupazione maschile supera di un punto quella femminile.

Se invece si considerano le forze di lavoro suddivise per sesso, troviamo che gli uomini sono 14,9 milioni, mentre le donne superano di poco gli 11 milioni. Un inferiore numero di donne disponibili al lavoro e una maggiore disoccupazione al femminile generano di conseguenza un **divario fra lavoratori uomini e donne che sfiora il 40%** (**Figura 22**: uomini occupati 13,5 milioni, donne meno di 10 milioni).

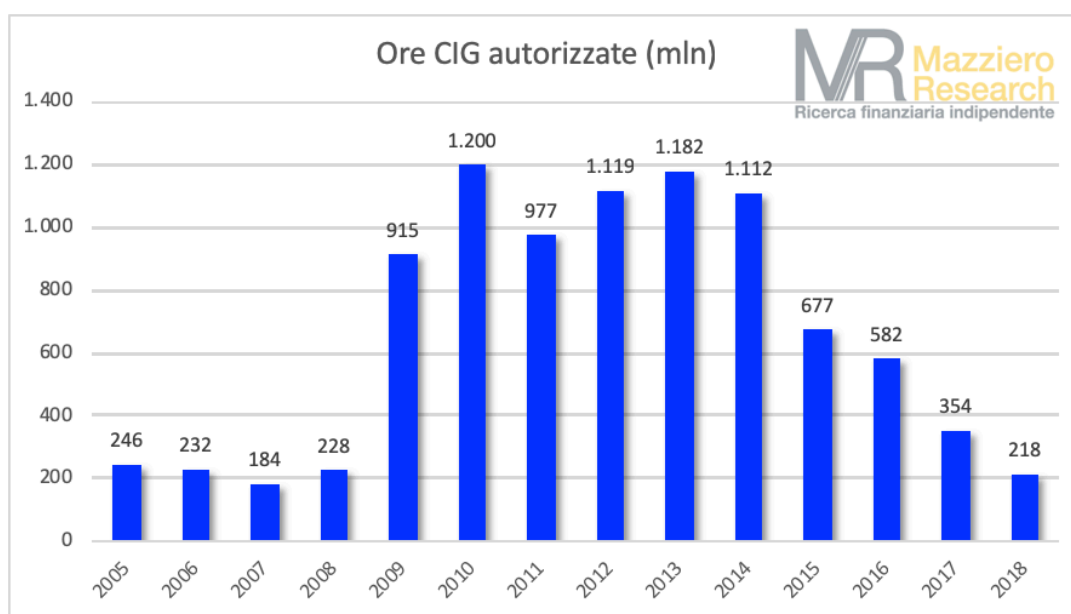


Figura 23: Ore di cassa integrazione autorizzate dal 2015 al 2018
(Elaborazione su dati Inps)

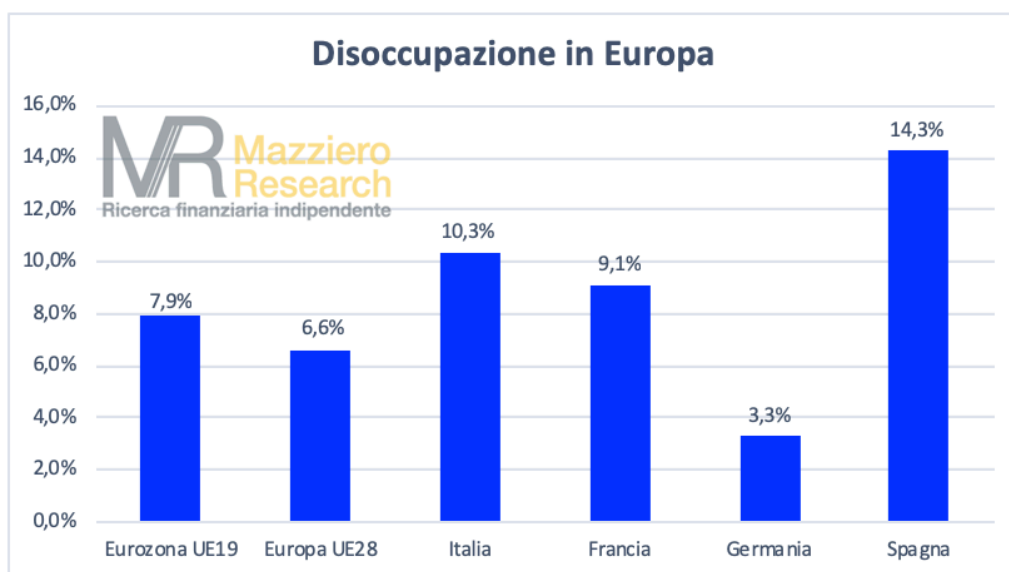


Figura 24: Disoccupazione in Europa a dicembre 2018
(Elaborazione su dati Eurostat)

Torna ai livelli pre-crisi il ricorso alla Cassa Integrazione

Il 2018 segna un traguardo importante sul fronte degli ammortizzatori sociali; finalmente il ricorso alla **Cassa Integrazione** è ritornato ai livelli pre-crisi, poco al di sopra delle 200 milioni di ore autorizzate (**Figura 23**). Nel 4° trimestre del 2018 sono state autorizzate 55,7 milioni di ore, con una contrazione del 34% rispetto alle 84,7 milioni di ore del medesimo periodo dell'anno precedente.

Disoccupazione in Europa: Francia e Italia vicine, recupera la Spagna

Appena sopra il punto percentuale il divario della disoccupazione tra Italia e Francia (**Figura 24**); il paese transalpino sembra incontrare delle difficoltà a ridurla ulteriormente e staziona da almeno un anno tra il 9,3 e il 9,1%.

Sempre meno invece il divario con la Spagna, che mese dopo mese continua a recuperare posizioni e si trova a quattro punti percentuali dal nostro 10,3%. Continua invece la condizione di piena occupazione per la Germania, con una disoccupazione limitata al 3,3%.

Riquadro 7

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

Come approcciarsi alla crisi del debito pubblico

(Il commento)
di Andrew Lawford, CFA

Partiamo da una constatazione fondamentale per l'Italia, nonché per le altre nazioni che si possono ritenere problematiche a livello di debito pubblico (e/o privato):

***Se una situazione non è sostenibile,
prima o poi qualcosa cambierà.***

Prima, cerchiamo di rispondere nella maniera più sintetica alla domanda se la situazione italiana è sostenibile oppure no. Per fare questo, possiamo fare riferimento al confronto tra la crescita del debito pubblico e l'inflazione, evidenziato nella Tabella 3 a pag. 11 di questo Osservatorio. Dovrebbe essere chiaro che un aumento dell'indebitamento che è notevolmente superiore nel corso degli anni all'inflazione è indice di un peso reale dell'indebitamento che sta crescendo. Questa situazione, che nasce dal fatto che lo stato spende di più rispetto a quanto incassa, non può che cambiare in futuro; il problema è prevedere come.

Quando un individuo sostiene delle spese più alte rispetto al proprio reddito, significa che sta anticipando dei consumi, e questo anticipo dovrà essere ripagato in futuro. Il meccanismo ci è abbastanza intuitivo a livello individuale, e alla fine non cambia molto a livello di uno stato. Per ripagare dei consumi anticipati, bisogna o aumentare la produttività, o abbassare la spesa in futuro. L'aumento della produttività sembra alquanto difficile per una nazione come l'Italia, in cui il profilo demografico è così problematico; la popolazione, che è un fattore importante per la produttività, è già in calo e le previsioni dell'ISTAT danno poche speranze per un cambiamento di questo trend. Quindi, non resta che concludere che la spesa di oggi verrà compensata, per forza, da un calo della spesa domani. In questo senso, possiamo rimandare ad un articolo scritto anni fa nell'Osservatorio del primo trimestre 2012, in cui si identifica il vero principio del sistema pensionistico italiano in: ***chi prima arriva, meglio alloggia***. Il “diritto acquisito”, un tema accettato un po' da tutti nonostante la sua pericolosità, non è altro che un cattivo meccanismo per accollare un mutuo sulle generazioni future per permettere di consumare oggi ad un ritmo troppo veloce rispetto alle reali disponibilità del Paese.

Se vogliamo capire in un contesto europeo che cosa significa affrontare problemi economici, basta uno sguardo verso l'Irlanda, che ha sofferto un crollo economico importante nei primi anni della crisi e dove possiamo evidenziare misure di austerità vera, che hanno coinvolto (tra le altre cose):

- Tagli degli stipendi dei dipendenti pubblici che si avvicinavano al 20%;
- Tagli alle pensioni;
- Restrizione dell'accesso al sistema sanitario;
- Aumento delle rette universitarie;
- Aumento generale delle imposte sui redditi delle persone fisiche.

Le differenze con l'Italia non potrebbero essere più evidenti. In Irlanda niente diritti acquisiti, niente vacche sacre; bisognava stringere la cintura e tutti dovevano soffrire. Le banche sono state salvate e sistemate in tempi abbastanza brevi, separando le attività in good e bad bank, per permettere al settore finanziario di ripartire. La nazione ha steso un tappeto rosso per le imprese straniere e così Dublino è riuscita ad espandere il suo ruolo di centro

importante per tante multinazionali. Molte decisioni prese durante la crisi sono state contestate dal pubblico, ma non si può negare che la nazione è uscita dagli anni bui più forte di prima.

Nella pubblicazione del 2018 di Ray Dalio, “A Template for Understanding Big Debt Crises”, si scopre un modo schematico per analizzare i problemi del debito di una nazione. Il suo schema è utile per fare confronti tra diverse situazioni, oltre ad indicare le strategie più utili per affrontarli. È importante notare l'intuizione di Dalio che le crisi di debito possono essere gestite in maniera corretta, ma ciò non toglie che le misure necessarie creano conseguenze molto dolorose per certe categorie di persone.

Dalio identifica le 4 leve disponibili al governo per affrontare le crisi di debito:

1. Austerità (ovvero una riduzione della spesa);
2. Default o ristrutturazioni del debito;
3. Attività di supporto da parte della banca centrale (acquisti del debito e/o garanzie del debito);
4. Trasferimenti sociali (ovvero tassazione i cui proventi vengono indirizzati ai meno abbienti).

Di seguito, un breve parere su ciascuna delle 4 voci sopra, per quanto riguarda l'Italia:

1. In Italia, bisogna prendere atto che una vera austerità (alla irlandese) non c'è mai stata e che questo tipo di politica sarebbe un suicidio per chiunque lo proponesse (basti pensare a quel poco che ha cercato di fare Monti e la durata del suo mandato). La triste realtà è che non si è mai riusciti a colmare il disavanzo tra entrate e uscite;
2. In quelle occasioni in cui un default sarebbe stata l'opzione migliore, non tanto per i titoli di Stato quanto per il debito delle banche insolventi, si è optato invece per qualsiasi approccio che permettesse di “tirare a campare”, rispettando per quanto possibile le regole dell'UE sugli aiuti di stato ecc. Il fallimento di qualche banca debole avrebbe permesso al sistema di ripulirsi più in fretta e avrebbe tolto un fardello

- dai conti dello Stato. Una riduzione dell'azzardo morale che ha contribuito alla crisi finanziaria sarebbe stata una felice conseguenza;
3. L'Italia non controlla al 100% la banca centrale (essendo la Banca d'Italia una filiale della BCE), ma non può certo dire di non aver ricevuto un supporto sostanziale: la BCE ormai detiene circa il 18% dei titoli di stato italiani in circolazione;
 4. Forse l'unica leva fiscale che potrebbe essere utilizzata a questo scopo è quella delle imposte sulle successioni, che rimangono a livelli piuttosto bassi rispetto alla media europea. Tuttavia, come avviene in molti altri stati, un livello di tassazione poco ragionevole incentiverà delle attività di pianificazione sempre più aggressive da parte dei contribuenti, lasciando un risultato poco soddisfacente per le casse dello Stato.

Alla fine, forse la strada più probabile (e preoccupante) è rappresentata dalla MMT (Modern Monetary Theory), ovvero la teoria monetaria moderna. La MMT sostiene che lo stato può semplicemente creare nuova moneta per fare fronte alle proprie esigenze di cassa; le imposte, invece, vanno aumentate eventualmente in base al bisogno di abbassare l'inflazione. Il punto principale della MMT è che non c'è più un legame preciso tra la spesa statale e l'emissione di titoli di stato e gli introiti dalla tassazione. È un fanale che inizia ad attirare esponenti politici di diversi paesi, tutti coloro che stanno facendo fatica a far quadrare i conti quando la propensione alla spesa pubblica è alta. Si può solo sperare che l'Italia non sia la prima tra le nazioni a provare la MMT nei prossimi anni.

Bibliografia

Dalio, Ray: "A Template for Understanding Big Debt Crises"; Settembre 2018; Bridgewater Associates, LLP

Il convitato di pietra del reddito di cittadinanza.

*(Note economiche)
di Gabriele Serafini*

1. Introduzione.

In questo lavoro discutiamo le condizioni al verificarsi delle quali il reddito di cittadinanza può produrre una crescita economica in grado di ripagare il debito pubblico emesso per finanziarlo.¹ Negli intenti e nelle spiegazioni del Governo, il reddito di cittadinanza dovrebbe determinare una crescita economica tale da far aumentare le entrate fiscali a parità di peso percentuale sul PIL, e quindi poter ripagare il debito contratto, più gli interessi dovuti a chi lo detiene. Chi si oppone a questo provvedimento, invece, ritiene che questo effetto di crescita non accadrà e quindi che il debito aggiuntivo dovrà essere ripagato in futuro mediante un aumento del peso fiscale rispetto al PIL. Da parte nostra, spiegheremo perché riteniamo che ci siano alte probabilità che non ci saranno effetti moltiplicativi sul PIL, ma ciò in quanto le imprese non hanno interesse a investire le somme che incasseranno dalla spesa del reddito di cittadinanza. Questi effetti mancati, a nostro avviso, non dipenderanno dal fatto che il reddito di cittadinanza sia stato costruito o sarà erogato in modo errato, quanto invece dal fatto che gli individui che lo spenderanno e le imprese che lo incasseranno agiscono ancora, a livello individuale, in maniera reciprocamente scollegata. Per poter migliorare la situazione economica, come diremo nelle pagine conclusive, riteniamo invece necessario comprendere che le azioni indipendenti non interagiscono coerentemente con il livello di sviluppo raggiunto dalle forze produttive. Ad oggi, infatti, siamo strettamente

¹ Non consideriamo, quindi, le difficoltà connesse con la sua effettiva erogazione dovute al coinvolgimento dei Centri per l'impiego e all'arruolamento di personale aggiuntivo a tempo determinato che dovrebbe scovare lavori per altri soggetti, magari a tempo indeterminato. Non consideriamo neppure la difficoltà di individuare un posto di lavoro da occupare, perché secondo l'ISTAT in Italia ce ne sono solo 240.000, a fronte di circa 2,6 milioni di disoccupati (Cfr. la banca dati I.Stat dell'ISTAT, al seguente indirizzo: <http://dati.istat.it/>).

interdipendenti a livello almeno continentale, sia per quanto riguarda le imprese, in tutti i mercati, che per quanto riguarda le istituzioni politiche in grado di determinare politiche economiche efficaci.

Premettiamo che trattiamo della possibilità degli effetti moltiplicativi sul PIL del reddito di cittadinanza, anche se questo non significa che qualora non ci fossero effetti moltiplicativi sul PIL, il reddito di cittadinanza non possa essere finanziato comunque con spesa pubblica. In questo caso, infatti, il reddito di cittadinanza potrebbe essere finanziato mediante una contestuale riduzione di altre tipologie di spesa pubblica oppure mediante (un aumento delle) entrate fiscali, attuali o future. Semplicemente, nel caso in cui non ci si potessero aspettare effetti moltiplicativi sul PIL ci troveremmo (più o meno) nel caso della cosiddetta Equivalenza di Barro-Ricardo, secondo la quale a un aumento del debito pubblico oggi corrisponderà un aumento delle tasse nel futuro, proprio per ripagare quel debito contratto oggi. Nel caso del funzionamento del cosiddetto Moltiplicatore del reddito al livello atteso dall'operazione, invece, la spesa pubblica farebbe aumentare il PIL di un importo maggiore del debito contratto, e le entrate fiscali, a parità di pressione fiscale, ossia del peso della tassazione in percentuale del PIL, aumenterebbero in misura tale da permettere di ripagare il debito e anche gli interessi passivi dovuti.

Nelle pagine che seguono, quindi, procediamo spiegando dapprima il funzionamento teorico dell'effetto moltiplicativo, così da evidenziare i legami fra le variabili economiche coinvolte dalle quali dovrebbe scaturire questa crescita. Poi analizzeremo quali sono le condizioni affinché la catena causale dei legami teorici fra le variabili possa effettivamente realizzarsi ed i motivi per i quali riteniamo che la crisi attuale sarà la causa, e non la conseguenza, delle difficoltà che il reddito di cittadinanza incontrerà nel determinare un effetto moltiplicativo del PIL.

2. La sequenza del Moltiplicatore.

Abbiamo già evidenziato in un nostro precedente intervento su questo Osservatorio,² come il punto di partenza della sequenza che darebbe luogo

² Serafini Gabriele (2018) "Moltiplicatore e investimenti. L'ossimoro del keynesismo imprenditoriale", Quaderno di ricerca. Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani, anno 8, n. 2. MazzieroResearch, Vanzago. ISSN 2283-7035, Codice rivista scientifica CINECA: E230240.

all'effetto moltiplicativo del reddito, conosciuto appunto col nome di Moltiplicatore, non sia costituito da un finanziamento statale alle imprese; ossia non si parte dagli investimenti. Il punto di partenza è invece costituito da un aumento dei consumi e proprio questo è uno dei motivi che ha spinto a creare il reddito di cittadinanza in modo che debba essere speso tutto entro il mese di riferimento, pena la riduzione dell'importo erogato il mese successivo al soggetto beneficiario.

Secondo il meccanismo teorico di funzionamento del Moltiplicatore, i consumi costituiscono i ricavi delle imprese che vendono le merci, e le imprese procedono a investire quelle disponibilità per aumentare la capacità produttiva, oppure per migliorarla, effettuando appunto la loro spesa tipica, ossia gli investimenti. Questi investimenti, a loro volta, costituiscono una spesa in materie prime, mezzi di produzione e forza lavoro, ossia erogazioni a favore di altre imprese e di individui sotto forma di loro redditi. Tali redditi sono aggiuntivi rispetto a quelli che avevano determinato i consumi iniziali - nel nostro caso i redditi di cittadinanza - perché scaturiscono dagli investimenti posti in essere dalle imprese, le quali, prima dell'input iniziale, non avevano investito queste somme aggiuntive derivate ora dai consumi. Con tali redditi aggiuntivi, i percipienti procederanno a realizzare nuove spese e nuovi consumi e quindi a stimolare nuovi investimenti, e così via.

L'incremento totale del PIL, in questa sequenza, è maggiore della spesa pubblica iniziale se i consumi che essa ha generato (che fanno parte del PIL) si trasformano in investimenti aggiuntivi da parte delle imprese (che sono sempre una componente positiva del PIL), ossia redditi nuovi per individui che prima non li percepivano, i quali li spenderanno di nuovo. La dimensione dell'incremento del PIL, infatti, dipende sia da quanta parte del reddito conseguito dai lavoratori viene destinata ai consumi, che da quanta parte dei ricavi corrispondenti delle imprese si trasforma in investimenti aggiuntivi.

Ebbene, proprio questa seconda condizione necessaria per la trasmissione dell'effetto moltiplicativo, ossia la propensione dei ricavi delle imprese a trasformarsi in investimenti aggiuntivi, è la meno discussa in questo momento politico. Essa, invece, pesa in maniera decisiva, in aggiunta al peso della parte del reddito aggiuntivo dei lavoratori che sarà destinata ai consumi. Mentre il reddito di cittadinanza sarà molto probabilmente speso, quindi, per via della clausola della sua mancata erogazione il mese successivo nel caso non venisse

speso, le stime circa l'incremento del PIL considerano necessariamente anche questa parte; tuttavia, esse non sono adeguatamente considerate nel dibattito, sia scientifico che politico, e rappresentano quindi un aspetto decisamente trascurato e sul quale vogliamo attirare la riflessione.

3. La tesaurizzazione come convitato di pietra.

Il PIL aggiuntivo c'è nella misura in cui gli imprenditori destinano agli investimenti i redditi connessi coi consumi aggiuntivi che gli si parano davanti e nella misura in cui coloro i quali percepiscono i redditi corrispondenti a questi investimenti aggiuntivi procedono a spenderli di nuovo. L'elemento che diminuisce l'importo trasmesso ad ogni passaggio, quindi, è nient'altro che una tesaurizzazione, ossia una estromissione di parte delle somme presenti nel circuito economico. In quanto è un elemento determinante ma di cui non si parla, esso costituisce un vero e proprio convitato di pietra³ del reddito di cittadinanza. Dalle misure di queste erogazioni inferiori alle immissioni, ad ogni passaggio del circuito, quindi, dipende la dimensione dell'effetto di crescita del PIL, che potrà quindi essere superiore ma anche inferiore al livello necessario per ripagare il debito pubblico contratto per finanziare il reddito di cittadinanza.

Ricordata sommariamente la sequenza che dà luogo al Moltiplicatore e individuata la tesaurizzazione come la variabile che ne limita l'ampiezza, valutiamo ora la probabilità che l'effetto limitativo della crescita economica, determinato dalla tesaurizzazione, sia superiore all'effetto espansivo conseguibile mediante la sequenza teorica del Moltiplicatore.

Si ritiene, e le misurazioni sono coerenti su questo punto,⁴ che i più ricchi spendano in consumi una parte inferiore del proprio reddito, rispetto a quanto non facciano i più poveri, in uno stesso lasso di tempo. Questo implica che sia alta la probabilità che, oltre al reddito di cittadinanza, anche i redditi percepiti da coloro i quali saranno destinatari dei flussi derivanti dagli investimenti delle

³ Leggiamo nell'Enciclopedia Treccani che il convitato di pietra origina dalla letteratura del diciassettesimo secolo, ed oggi rappresenta una metafora mediante la quale si indica una presenza invisibile, come un fantasma in una statua di pietra, che sia presente ad un banchetto. Il convitato è reputato assente... ma non lo è.

⁴ La Banca d'Italia produce misurazioni in tal senso, dividendo la popolazione in classi di percettori di reddito e calcolando la percentuale di consumi rispetto al reddito posseduto. Secondo queste misure, al crescere del reddito diminuisce la percentuale destinata ai consumi.

imprese, siano effettivamente spesi. Ossia: la tesaurizzazione attesa dal lato dei consumi può essere ritenuta bassa. Concentriamo quindi l'attenzione sul lato delle imprese, ossia sulla differenza fra i consumi incassati e gli investimenti realizzati dalle imprese, per capire quali possano essere i motivi per i quali le imprese possano procedere a *non* investire tutte le somme che percepiranno tramite i consumi, invalidando così, dal lato dell'offerta, la spesa che si presenterà nel sistema economico, dal lato della domanda.

Un chiarimento è comunque necessario: anche qualora il reddito di cittadinanza fosse interamente speso, non è detto che tale spesa costituirà una spesa aggiuntiva rispetto a quella precedentemente posta in essere dalle stesse persone che prima non lo percepivano. Questo perché il timore che il reddito di cittadinanza possa essere temporaneo,⁵ ad esempio, potrebbe stimolare i percipienti a tesaurizzare una parte delle proprie disponibilità che prima venivano spese in assenza di reddito di cittadinanza. Una parte della spesa del reddito di cittadinanza, cioè, potrebbe essere compensata da una diminuzione della spesa che prima si procedeva ad effettuare.

In ogni caso, per investire, le imprese non possono chiaramente attendere di incassare le somme derivanti dalla spesa aggiuntiva del reddito di cittadinanza, o di altri nuovi redditi pubblici, a meno di non aver già prodotto e vedere giacenti come scorte di magazzino, quelle merci invendute.

Le somme per effettuare investimenti dovrebbero essere già disponibili nelle tasche degli imprenditori, oppure disponibili tramite credito cui possono già accedere, per il semplice fatto che le imprese non possono vendere le merci aggiuntive se prima non le producono.⁶ In questo senso, si potrebbe quindi sostenere che gli investimenti sino ad ora non siano stati realizzati in quanto non c'era da parte delle imprese una attesa di vendita, per mancanza di reddito da parte degli acquirenti, che oggi, invece, sarebbe dato dal reddito di cittadinanza.

Tale ipotesi, però, è corretta solo se gli acquirenti delle merci sono solo i lavoratori e non anche altri imprenditori, in qualità di consumatori o di proprietari delle imprese. Dato, invece, che le imprese vendono anche agli imprenditori stessi, la mancanza di investimenti per produrre queste merci

⁵ In effetti, per ora, si prevede proprio che esso sia erogabile per soli 18 mesi.

⁶ È vero che una parte del mercato delle merci funziona proprio così, ossia che si vendono le merci e poi le si consegnano, ma questo non costituisce una procedura che riguarda la maggior parte dei settori dei consumi finali.

potrebbe non essere dovuta alla mancanza di prospettive di vendita per scarsità di reddito degli acquirenti. Essa potrebbe essere dovuta alla insufficienza dei loro obiettivi di consumo, ossia di bisogni da soddisfare nonostante il reddito disponibile.

Cioè: se una condizione per investire è la disponibilità di somme da parte delle imprese, e quindi dei loro proprietari, ma gli investimenti non sono eseguiti per carenza di prospettive di vendita, dato che le imprese possono in realtà anche produrre merci che siano oggetto di acquisto da parte di altri imprenditori, la tesaurizzazione che inibisce il Moltiplicatore, può essere dovuta a una mancanza di bisogni da soddisfare delle imprese e dei loro proprietari.

A nostro avviso, il rischio che questo sia il caso economico nel quale viviamo oggi, e quindi il rischio che prevalga l'effetto della tesaurizzazione rispetto all'effetto moltiplicativo è decisamente concreto ed è causato dall'evidente sviluppo delle forze produttive cui abbiamo assistito negli ultimi decenni. Nel prossimo paragrafo discutiamo questo aspetto, mentre nel paragrafo successivo chiariamo perché esso, riteniamo, invaliderà anche un effetto moltiplicativo che si volesse indurre tramite investimenti pubblici.

4. Lo sviluppo delle forze produttive e la trasformazione dei bisogni.

Lo sviluppo economico⁷ dei decenni passati ha portato con sé un'enorme crescita della dimensione delle aziende che dominano i mercati, facendo superare la struttura concorrenziale, in tutti i settori, e imponendo strutture oligopolistiche e monopolistiche. Che lo sviluppo avrebbe portato al superamento della forma concorrenziale ed anche all'aumento della dimensione della interazione fra esseri umani, anche in termini geografici, è stato previsto da moltissimi studiosi, sia dal lato dell'economia ortodossa che eterodossa.⁸

⁷ Lo sviluppo economico, a differenza della crescita economica, è quel fenomeno caratterizzato dalla trasformazione qualitativa della offerta e della domanda, piuttosto che da una loro variazione quantitativa.

⁸ Quattro nomi per tutti: J.A. Schumpeter (Id, *Capitalismo, socialismo e democrazia*, RCS, Milano, 2001), K. Marx (Id, *Il capitale*, Libro I (1867), Editori riuniti, Roma, 1989), F. von Hayek (Id, *Legge, legislazione e libertà*, Saggiatore, Milano, 1994) e J.M. Keynes (Id, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino, 1978).

Questo effetto, nonché il concomitante aumento della concentrazione dei redditi e delle ricchezze, causata anche dall'aumento della dimensione aziendale nei mercati e dalla riduzione del loro numero, fanno sì che la maggiore disponibilità di risorse a favore della parte più ricca della popolazione, si accompagni progressivamente ad una minore probabilità che quei redditi aggiuntivi che spettano a chi già ne possedeva di più, siano destinati ai consumi. Ciò accade sia per l'avvenuta concentrazione dei redditi e delle ricchezze nella parte più ricca della popolazione con una minore propensione al consumo, sia, aggiuntivamente, perché la velocità di crescita della concentrazione dei redditi e delle ricchezze è stata maggiore della velocità della evoluzione e della creazione di nuovi bisogni, che siano considerati di sussistenza, ossia normali in un determinato contesto storico. Questo implica che se le imprese che ricevono quelle somme non sono stimolate ad investire o acquistare, in quanto già destinatarie di una quota accresciuta dei redditi e della ricchezza che rendano i loro proprietari sufficientemente sazi, i redditi attribuiti alla parte più povera della popolazione difficilmente potranno proseguire il circuito economico necessario per l'effetto moltiplicativo. Nei manuali di base di microeconomia è diffusamente trattato il principio di sazietà, che indica come si sia soggetti ad una diminuzione della propensione all'acquisto, al crescere delle quantità già consumate di uno stesso bene. La analisi della trasformazione dei bisogni che possa rendere sazie le persone che li hanno soddisfatti, in un determinato contesto storico ma non in un contesto storico più evoluto, invece, è spesso affrontata solo in ambito antropologico. La storicità dei bisogni è invece evidentemente a fondamento della produzione per la loro soddisfazione.

Ciò non significa, però, che bisogni più evoluti causino produzioni più evolute, ma, al contrario, che livelli più sviluppati delle forze produttive richiedono livelli più evoluti di bisogni.

A chi ha storto il naso leggendo quest'ultima frase, basti tornare indietro col pensiero a cento anni fa, ad esempio, e riflettere sui bisogni espressi allora. Nelle abitazioni popolari, non erano disponibili l'acqua calda (e spesso neppure l'acqua corrente), il riscaldamento, se non in una stanza, i servizi igienici, dei letti degni di questo nome, la radio, il telefono, l'energia elettrica, i libri, carta e penna. Per strada non c'era l'asfalto, le autovetture, la rete dei trasporti pubblici, la popolazione era quasi interamente analfabeta, non erano

accessibili cure mediche di sorta, e così via. Chiunque avesse espresso il bisogno di questi prodotti dello sviluppo, sarebbe stato considerato un folle, in quanto era allora impensabile poterne fruire, o fruirne in maniera diffusa. Lo sviluppo delle forze produttive ha stimolato invece l'insorgenza di questi bisogni, fino a determinarli, oggi, come quasi tutti di sussistenza, ossia normali, proprio perché ora è possibile la loro produzione su larga scala a costi accessibili.

Quanto detto serve anche come descrizione dei limiti di validità della ipotesi della "sovranità del consumatore", alla base della teoria economica ortodossa. Secondo questa ipotesi, il valore di una merce è dato dalla utilità del consumo di una unità aggiuntiva di quella merce, dati i gusti, la tecnologia e la distribuzione delle risorse. In questo senso, i gusti dei consumatori sembrano stabilire le tipologie di produzione cui si dà luogo. I bisogni dei consumatori, però, ossia i loro gusti, concorrono certamente alla descrizione di un dato sistema economico, assieme alla tecnologia e alla distribuzione delle risorse; tuttavia, se consideriamo che i processi economici si succedono nel tempo, sono i bisogni a trasformarsi al variare della tecnologia, non viceversa.

Se la soggettività umana non manifesta bisogni soddisfacibili mediante il livello di sviluppo raggiunto dalle forze produttive, subentra quindi un periodo di crisi che può essere superata positivamente solo con la evoluzione dei bisogni, oppure, negativamente, con la distruzione delle forze produttive più evolute.

Per quanto riguarda il momento storico attuale, consideriamo, quindi, che, dal punto di vista del consumo, la parte più ricca tesaurizza se e nella misura in cui non ha bisogni impellenti da soddisfare, mentre, dal punto di vista imprenditoriale, tesaurizza se non necessita di intravedere quegli incassi aggiuntivi per mettere in circolo delle somme di cui già dispone. La probabile effettività di questo meccanismo, inoltre, si combina con un altro effetto, dovuto sempre all'avvenuto superamento della struttura concorrenziale dei mercati, nei decenni passati. Le imprese oligopolistiche e monopolistiche hanno un certo potere sul prezzo delle merci e possono non subire in questo ambito la concorrenza di altre imprese pronte e sottrarre quote di mercato. Ciò significa, che i redditi aggiuntivi dovuti al reddito di cittadinanza potranno anche finire in acquisti di merci a prezzi più elevati, in misura maggiore rispetto all'essere destinati ad acquisti di un quantitativo maggiore di merci

agli stessi prezzi di prima. In poche parole, la spesa potrebbe essere solo parzialmente destinata ad aumentare la produzione tramite gli investimenti, per inerzia delle imprese e della struttura del mercato, e finire per una parte a stimolare anche una certa inflazione.

5. Neppure gli investimenti pubblici farebbero funzionare il Moltiplicatore.

Date queste premesse, riteniamo probabile che le imprese private possano non procedere a investire per produrre delle merci che non hanno bisogno di vendere, perché altrimenti avrebbero già prodotto merci per venderle ad altri soggetti, quali gli imprenditori in qualità di privati, o ad altre imprese, nell'esercizio della propria attività imprenditoriale, sotto forma di mezzi di produzione.

Dato però che lo sviluppo intercorso si è manifestato anche con un aumento della dimensione dell'interazione umana, e quindi con la dimensione del coordinamento delle attività produttive, si potrebbe ipotizzare di ottenere le merci per soddisfare i bisogni espressi con la spesa del reddito di cittadinanza, tramite investimenti diretti pubblici per la loro produzione.

Tuttavia, anche questa prospettiva, in base alle ipotesi che abbiamo appena introdotto, potrebbe non risolvere il problema proprio nella misura in cui la parte più abbiente della popolazione che acquista Titoli di stato, ossia finanzia anche gli investimenti pubblici, ad oggi è orientata a tesaurizzare e investire nell'economia finanziaria piuttosto che a investire nell'economia reale. Questo significa che, una volta effettuata la spesa pubblica, anche come investimenti oltre che come reddito di cittadinanza, la crescita multipla del PIL che permetterebbe di ripagare il debito contratto non sarebbe comunque assicurata, perché mancherebbe sempre il lato degli investimenti privati che dovrebbero far crescere il PIL dal quale prelevare i tributi per ripagare il finanziamento di questa spesa pubblica.

Probabilmente ci troviamo, cioè, nel seguente cortocircuito: da un lato bisogna fornire reddito ai più poveri ma per farlo ci si deve far prestare i soldi dai più ricchi; dall'altro lato, questi acquirenti di Titoli di stato dovranno essere destinatari di interessi sul debito pubblico, come condizione perché prestino quel denaro, anche se mediante la tesaurizzazione inibiscono la crescita che

sarebbe necessaria proprio per produrre il gettito fiscale in grado di ripagare il debito con gli interessi.

6. Conclusioni: l'innalzamento della dimensione dell'interazione umana.

Se le premesse e le sequenze che abbiamo ipotizzato sono realistiche, ci troviamo in un *impasse* di portata storica, un vicolo cieco dal quale si può cominciare ad uscire, come abbiamo detto già precedentemente in altri interventi su questa rivista,⁹ solo prendendo tempo e rimandando temporaneamente il problema al futuro, mediante l'emissione di debito pubblico sovranazionale, e cominciando contemporaneamente a provare ad elaborare strategie di produzione e di soddisfazione dei bisogni che trascendano i limiti tipici della organizzazione sociale su una base individualistica.

È cioè necessario superare un sistema produttivo, di scambio e distribuzione, basato su imprese che fra loro si ritengono scollegate e indipendenti dagli individui – i quali, a loro volta, si credono fra loro separati.¹⁰ Questo perché lo sviluppo intervenuto delle forze produttive, dimostrato anche dalla creazione di oligopoli e monopoli, nonché dalla capacità di conoscere e produrre a livello globale - ossia anche tutto ciò che va sotto il nome di globalizzazione - testimoniano il passaggio epocale che dobbiamo avere presente, affinché la struttura economica che abbiamo oggettivamente creato non entri in contrasto con i limiti della nostra soggettività. Mentre abbiamo già prodotto un livello di integrazione economica di portata sovranazionale almeno continentale, cioè, la nostra soggettività è ancora individualistica se non riesce a comprendere questa realtà ed a rapportarsi a questo livello più sviluppato delle forze produttive: il prestare denaro allo Stato invece che investirlo per la soddisfazione dei bisogni di individui che si ritengono indipendenti, da un lato, e la erogazione del reddito di cittadinanza da spendere privatamente senza procedere anche a organizzare produzioni in grado di soddisfare quei bisogni,

⁹ Serafini G., “Una Legge, nessuna Manovra”, Quaderno di ricerca. Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani, anno 8, n. 4, ISSN 2283-7035, Codice rivista scientifica CINECA: E230240.

¹⁰ Per lo studio dei limiti del principio di indipendenza degli esseri umani, dobbiamo rimandare ad un nostro recente lavoro in merito: Serafini Gabriele e De Felice Giulio, “Psychoanalytic vs Neoclassical economics model of the mind”, Chaos and Complexity Letters, (ISSN 1556-3995), vol. 13, Issue 1, Nova Science Publishers, NY, USA, 2019.

dall'altro, indicano ancora una dimensione della interazione umana ridotta, rispetto al livello nel quale siamo direttamente immersi. Tale livello si manifesta, ad esempio, nella determinazione internazionale dei prezzi delle materie prime e finali, nelle dimensioni minime degli impianti necessari per produrre merci, nella integrazione di mercati di produzione e scambio fra loro distanti geograficamente, nello sviluppo e programmazione internazionale dei sistemi di comunicazione, trasporto, logistica e approvvigionamento di energia, nonché nella omogeneizzazione degli stili di vita, come anche testimoniato dalle emigrazioni.

Se non produrremo azioni e relazioni umane in grado di agire coerentemente con questo livello di sviluppo delle forze produttive, la nostra soggettività sarà quindi destinata alla frustrazione e lo stato di crisi economica nel quale stiamo impantanati sarà destinato a non essere superato; ed ancora non si è adeguatamente compreso che, se la dimensione della frustrazione supera il livello di tolleranza vissuto da ciascuno, non si rimane fermi al livello raggiunto ma si smette di andare avanti per tornare indietro. Questo accade tanto alle strutture del pensiero umano quanto a quelle sociali, le quali vivono immerse in una dimensione temporale continua, non in istanti eterni, e quindi agiscono continuamente non potendosi fermare. Se non si procede, si retrocede.

Conclusioni

Manovra correttiva nel 2019 certa, aumento Iva nel 2020 probabile, patrimoniale nel 2021 possibile.

La recessione tecnica ha avuto un impatto modesto sul PIL del 2018, bloccandolo allo 0,8%, ma è sul 2019 che avrà un effetto fortemente negativo.

La crescita difficilmente potrà raggiungere gli obiettivi del Governo all'1% e già oggi le stime che superano lo 0,3% possono definirsi ottimistiche.

La conseguenza sarà che tutti quegli impegni di deficit/PIL e debito/PIL concordati in sede comunitaria non verranno raggiunti e ciò innescherà una nuova disputa con la Commissione Europea, con effetti critici anche su spread e spesa per interessi.

La manovra correttiva non sarà quindi un'eventualità, ma è cosa certa, già oggi. Negarlo non favorisce la fiducia dei mercati finanziari a cui la capacità di analisi non manca.

Il debito pubblico in aumento restringerà ancor di più gli spazi di manovra per poter disinnescare le clausole di salvaguardia, che quasi certamente dovranno scattare nel 2020 con un aumento dell'IVA forse non al 25,2% come previsto, ma più probabilmente al 24-24,5%.

Tutto questo aumenterà ancor di più la fragilità dell'economia italiana e la stabilità dei conti pubblici, specialmente se si acuirà il rallentamento economico globale. A quel punto diventerà possibile una patrimoniale o un ritorno alla tassazione sulla prima casa nel 2021.

A detta del Premier il 2019 sarà un anno bellissimo; lo saranno anche il 2020 e il 2021.

Nota per la distribuzione

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

Invito ad approfondire

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

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

Sommario delle stime Mazziere Research

Debito Pubblico

La stima a gennaio 2019

2.346 miliardi (forte aumento)

Intervallo confidenza al 95%: **2.342 – 2.350 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 marzo 2019

La stima a giugno 2019

Compreso tra 2.372 e 2.394 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 agosto 2019

Spesa per Interessi

La stima a fine 2019

Spesa interessi titoli di Stato: **74,6 miliardi di euro,**

Dato finale annuale dopo le rettifiche: circa **72,6 miliardi di euro.**

Questa cifra potrà variare sensibilmente in corso d'anno anche in funzione dell'andamento dei rendimenti sui titoli di Stato.

Variazione PIL

La stima 2019

Variazione PIL stimata: +0,3%

Possibili revisioni: in base al dato definitivo del PIL al 4° trimestre 2018 e nel caso di ulteriore debolezza della produzione industriale e del commercio internazionale.

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.

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*, 11 gennaio 2019
Fitch, *Fitch Affirms Malta at 'A+'; Outlook Stable*, 1 febbraio 2019
Fitch, *Fitch Affirms Finland at 'AA+'; Outlook Positive*, 1 febbraio 2019
Fitch, *Fitch Affirms Slovakia at 'A+'; Outlook Stable*, 25 gennaio 2019
Fitch, *Fitch Affirms Sweden at 'AAA', Outlook Stable*, 25 gennaio 2019
Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 25 gennaio 2019
Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 18 gennaio 2019
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Positive*, 18 gennaio 2019
Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'A-'; Outlook Stable*, 11 gennaio 2019
Fitch, *Fitch Affirms Ireland at 'A+'; Outlook Stable*, 14 dicembre 2018
Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA-'; Outlook Stable*, 30 novembre 2018
Fitch, *Fitch Affirms Portugal at 'BBB'; Outlook Stable*, 30 novembre 2018
Fitch, *Fitch Affirms United Kingdom at 'AA'; Outlook Negative*, 5 ottobre 2018
Fitch, *Fitch Upgrades Estonia to 'AA-'; Outlook Stable*, 5 ottobre 2018
Hoisington Investment Management Company, *Quarterly Review and Outlook*, Second Quarter 2018
Ifo Institute, *ifo Economic Climate for the Euro Area Plunges*, 4 febbraio 2019
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*
 Istat, *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 affirms Germany's Aaa ratings; maintains stable outlook*, 25 gennaio 2019
 Moody's, *Moody's affirms Switzerland's Aaa rating and maintains a stable outlook*, 7 dicembre 2018
 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
 Standard & Poor's, *Slovakia Ratings Affirmed At 'A+/A-1'; Outlook Stable*, 25 gennaio 2019
 Standard & Poor's, *Greece 'B+/B' Ratings Affirmed; Outlook Positive*, 18 gennaio 2019
 Standard & Poor's, *Slovenia 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Remains Positive*, 14 dicembre 2018
 Standard & Poor's, *Ireland 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable*, 30 novembre 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

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Nota sulla politica di bilancio 2019*, gennaio 2019

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 in 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, 20 febbraio 2019



Dagli autori dell'Osservatorio un libro che ripercorre le cause della crisi, le sue fasi e le conseguenze negli anni che verranno. La crisi economica e il macigno del debito – Ediz. Hoepli, febbraio 2018 – ISBN 9788820378844

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziero Research

<i>Italia 3 trim 2018: Pil, debito & Co.</i>	21 novembre 2018
<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 IX, Numero 1; ISSN 2283-7035

Italia economia a fine 2018

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2019