

# QUADERNO DI RICERCA

**MAZZIERO RESEARCH**

Copyright ©2019

## **Italia economia a metà 2019**

*Osservatorio trimestrale  
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica  
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno IX - Numero 3

*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>Calma e benevolenza sul fronte del rating</i>                               | Pag. 10 |
| Il debito pubblico   | Pag. 11 |
| <i>Debito: 16 mesi per passare da 2.300 a 2.400 miliardi</i>                   | Pag. 11 |
| <i>Stima evoluzione debito pubblico sino a dicembre 2019</i>                   | Pag. 12 |
| <i>Il disinnescio delle clausole di salvaguardia: definitivo o temporaneo?</i> | Pag. 13 |
| Le entrate e le uscite   | Pag. 14 |
| <i>Entrate e uscite fuori controllo</i>  | Pag. 14 |
| Lo stock di Titoli di Stato  | Pag. 15 |
| <i>Cala lo spread e scendono i rendimenti: un tesoretto importante</i>         | Pag. 15 |
| <i>Il Focus va mantenuto sulle scadenze</i>                                    | Pag. 17 |
| <i>Stima spesa per interessi a fine 2019</i>                                   | Pag. 18 |
| <i>BCE: torna il Quantitative Easing per 20 miliardi al mese</i>               | Pag. 19 |
| Le Riserve della Banca d'Italia  | Pag. 20 |
| <i>Il balzo dell'oro beneficia le riserve</i>                                  | Pag. 20 |
| Il Prodotto Interno Lordo  | Pag. 21 |
| <i>Stima PIL 2019</i>  | Pag. 22 |
| <i>Un PIL agonizzante</i>  | Pag. 23 |
| <i>Continua il declino della produzione industriale</i>                        | Pag. 23 |
| <i>Commercio al dettaglio: difficile tracciarne le prospettive</i>             | Pag. 24 |
| L'inflazione   | Pag. 26 |
| <i>L'inflazione italiana si mantiene contenuta</i>                             | Pag. 26 |
| La disoccupazione  | Pag. 28 |
| <i>Continua ad aumentare il ricorso alla cassa integrazione</i>                | Pag. 28 |
| <i>Eppure cala la disoccupazione e si creano maggiori posti di lavoro</i>      | Pag. 29 |
| Approfondimenti  |         |
| <i>Il commento di Andrew Lawford:</i>  |         |
| <i>Uno sguardo alla nostra banca più forte</i>                                 | Pag. 31 |
| <i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i>                                   |         |
| <i>Green economy e Leggi economiche: serve una differente visione.</i>         | Pag. 36 |
| Conclusioni  | Pag. 42 |
| Sommario delle stime Mazziario Research  | Pag. 43 |
| Bibliografia   | Pag. 44 |

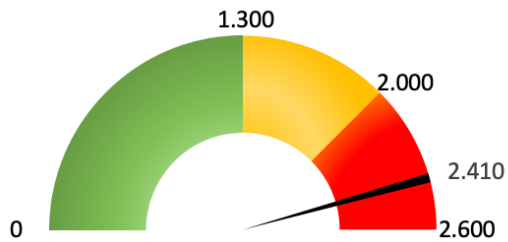
**Per l'Osservatorio:** Maurizio Mazziario; **Per gli Approfondimenti:** Andrew Lawford e Gabriele Serafini  
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

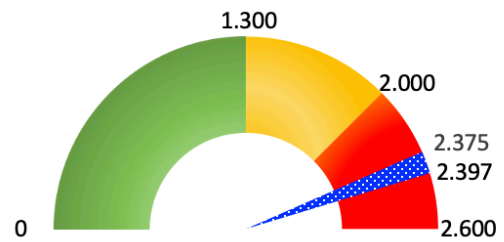
# Il barometro dell'economia italiana

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

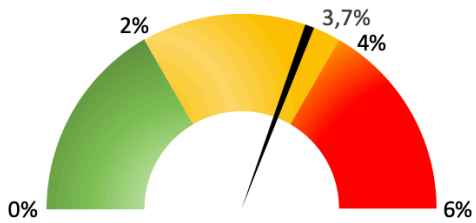
Debito pubblico a luglio 2019 (€mld)



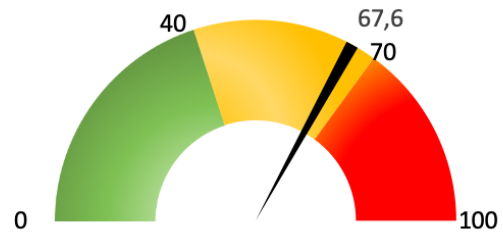
Debito pubblico stima a fine 2019 (€mld)



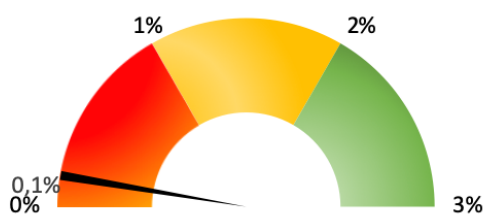
Spesa interessi/PIL 2018



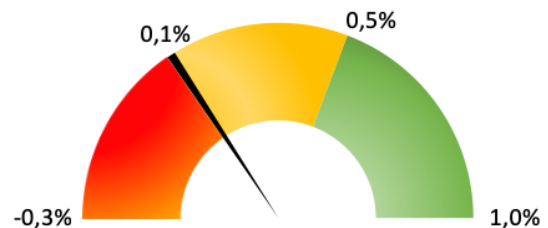
Stima spesa interessi 2019 (€mld)



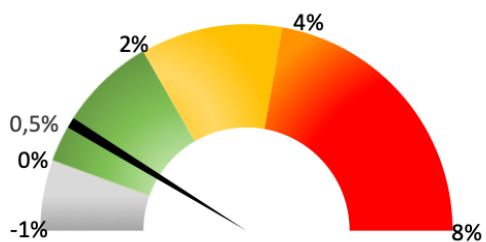
Stima PIL Annuale 2019



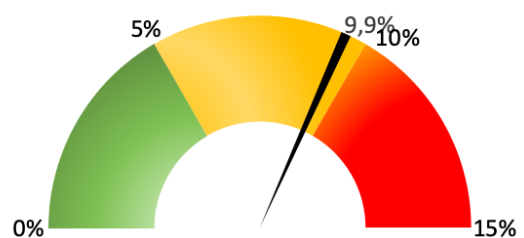
Stima PIL 3° trimestre 2019



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.

*Follia è fare sempre la stessa cosa  
e aspettarsi risultati diversi.*  
Attribuita erroneamente ad Albert Einstein

## Introduzione

Sedici mesi: questo è il tempo intercorso dal superamento dei 2.300 miliardi di debito e il nuovo record storico a 2.410 miliardi.

In meno di un anno e mezzo abbiamo bruciato 100 miliardi, che per ciascun residente italiano corrispondono a 1.815 euro, neonati compresi. Ora fatevi un conteggio di quanti siete in famiglia e moltiplicatelo, poi pensate a quanto quella cifra corrisponda per il vostro lavoro, a quanto sacrifici avete fatto e a cosa avete rinunciato per la gioia vostra e dei vostri cari.

Forse potrete pensare che finché si tratta di cifre statali non si dovranno pagare, in fin dei conti tutto il mondo va così... ma non abbiate timore, che se non noi qualcuno dei nostri figli o nipoti dovrà porvi rimedio o con tasse o con patrimoniali.

Negli ultimi dieci anni si sono succeduti sette governi, di cui uno tecnico, abbiamo visto ogni sorta di maggioranza. I volenterosi ministri al cospetto della Commissione Europea hanno sempre promesso una traiettoria discendente del debito, che poi a consuntivo è sempre salito.

Ancora oggi si promette un cambiamento, termine già più volte abusato, spendendo a deficit per far ripartire l'economia; una medicina già vista che ha partorito una crescita a zero virgola.

Forse il vero cambiamento dovrebbe essere nelle competenze, perché "fare sempre la stessa cosa e aspettarsi risultati diversi è una follia" e conduce alla rovina, aggiungiamo noi.

*Maurizio Mazziero*

## I rating

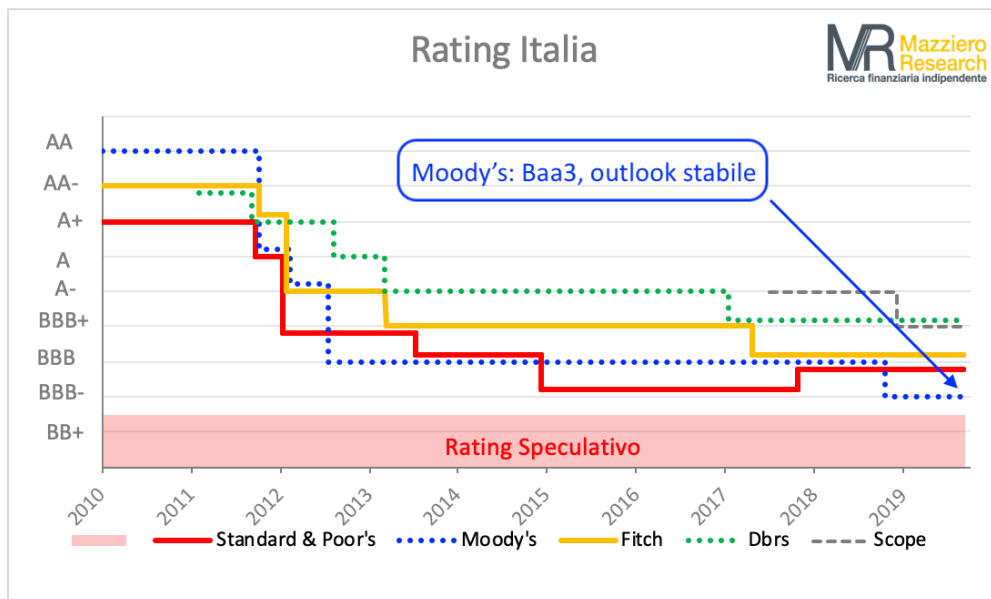
| Paesi       | Standard & Poor's |      | Fitch |      | Moody's |      | DBRS     |      | Scope |      |
|-------------|-------------------|------|-------|------|---------|------|----------|------|-------|------|
| Austria     | AA+               | Stab | AA+   | Pos  | Aa1     | Stab | AAA      | Stab | AAA   | Stab |
| Belgio      | AA                | Stab | AA-   | Stab | Aa3     | Stab | AA high  | Stab | AA    | Stab |
| Cipro       | BBB-              | Stab | BBB-  | Stab | Ba2     | Stab | BBB low  | Stab | BBB-  | Stab |
| Croazia     | BBB-              | Stab | BBB-  | Pos  | Ba2     | Pos  |          |      | BBB-  | Stab |
| Danimarca   | AAA               | Stab | AAA   | Stab | Aaa     | Stab | AAA      | Stab | AAA   | 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 | AA    | Stab |
| Germania    | AAA               | Stab | AAA   | Stab | Aaa     | Stab | AAA      | Stab | AAA   | Stab |
| Grecia      | B+                | Pos  | BB-   | Stab | B1      | Stab | BB low   | Stab | BB-   | Pos  |
| Irlanda     | A+                | Stab | A+    | Stab | A2      | Stab | A high   | Stab | A+    | Stab |
| Italia      | BBB               | Neg  | BBB   | Neg  | Baa3    | Stab | BBB high | Stab | BBB+  | Stab |
| Lettonia    | A                 | Stab | A-    | Stab | A3      | Stab | A low    | Pos  | A-    | Stab |
| Lussemburgo | AAA               | Stab | AAA   | Stab | Aaa     | Stab | AAA      | Stab | AAA   | Stab |
| Malta       | A-                | Pos  | A+    | Pos  | A2      | Stab | 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 | AAA   | Stab |
| Portogallo  | BBB               | Pos  | BBB   | Pos  | Baa3    | Pos  | BBB      | Pos  | BBB   | Pos  |
| Regno Unito | AA                | Neg  | AA    | Neg  | Aa2     | Stab | AAA      | Stab | AA    | Neg  |
| Slovacchia  | A+                | Stab | A+    | Stab | A2      | Pos  | A high   | Stab | A+    | Stab |
| Slovenia    | AA-               | Stab | A     | Stab | Baa1    | Pos  | A        | Pos  | A     | Stab |
| Spagna      | A-                | Pos  | A-    | Stab | Baa1    | Stab | A        | Stab | A-    | Stab |
| Stati Uniti | AA+               | Stab | AAA   | Stab | Aaa     | Stab | AAA      | Stab | AA    | Stab |
| 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 assegnati dalle agenzie di valutazione  
(Elaborazione su dati delle singole agenzie)

## I fatti

- 5 aprile 2019, S&P conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 5 aprile 2019, Fitch conferma il Belgio ad AA-, con outlook stabile.
- 5 aprile 2019, Fitch conferma l'Estonia ad AA-, con outlook stabile.
- 12 aprile 2019, Fitch conferma Cipro a BBB-, con outlook stabile.
- 12 aprile 2019, Fitch conferma la Lettonia ad A-, con outlook stabile.
- 12 aprile 2019, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- **26 aprile 2019, S&P conferma l'Italia a BBB, con outlook negativo.**
- 26 aprile 2019, S&P conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 26 aprile 2019, S&P conferma l'EFSF ad AA, con outlook stabile.
- 26 aprile 2019, S&P conferma la Grecia a B+, con outlook positivo.
- 26 aprile 2019, Fitch conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 26 aprile 2019, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 26 aprile 2019, Moody's promuove la Croazia a Ba2, con outlook positivo.
- 26 aprile 2019, Moody's promuove la Slovenia a Baa1, con outlook positivo.
- 10 maggio 2019, Moody's conferma l'Estonia ad A1, con outlook stabile.





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

- 24 maggio 2019, Fitch promuove il Portogallo a BBB, con outlook positivo.
- 31 maggio 2019, Moody's conferma la Lettonia ad A3, con outlook stabile.
- 31 maggio 2019, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook positivo.
- 7 giugno 2019, Fitch promuove la Croazia a BBB-, con outlook positivo.
- 14 giugno 2019, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 14 giugno 2019, Fitch promuove la Slovenia ad AA-, con outlook stabile.
- **12 luglio 2019, DBRS conferma l'Italia a BBB (high), con trend stabile.**
- 12 luglio 2019, Fitch promuove Malta ad A+, con outlook positivo.
- 19 luglio 2019, Moody's promuove Malta ad A2, con outlook stabile.
- 2 agosto 2019, Fitch conferma la Grecia a BB-, con outlook stabile.
- **9 agosto 2019, Fitch conferma l'Italia a BBB, con outlook negativo.**
- 6 settembre 2019, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 6 settembre 2019, S&P conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 13 settembre 2019, S&P promuove il Portogallo a BBB, con outlook positivo.

| Data di valutazione | Agenzia           | Rating attuale | Outlook  | Esito                      |
|---------------------|-------------------|----------------|----------|----------------------------|
| 12/07/19            | DBRS              | BBB high       | Stabile  | Confermato                 |
| 02/08/19            | Scope             | BBB+           | Stabile  | Valutazione non effettuata |
| 09/08/19            | Fitch             | BBB            | Negativo | Confermato                 |
| 06/09/19            | Moody's           | Baa3           | Stabile  | Valutazione non effettuata |
| 25/10/19            | Standard & Poor's | BBB            | Negativo |                            |
| 15/11/19            | DBRS              | BBB high       | Stabile  |                            |
| 29/11/19            | Scope             | BBB+           | Stabile  |                            |



*Tabella 2: Ultime valutazioni e prossimi appuntamenti per il Rating italiano  
(Elaborazione su dati delle singole agenzie)*

## L'analisi

### *Calma e benevolenza sul fronte del rating*

Non vi sono particolari novità sul fronte del rating, le agenzie sembrano fare un'apertura di credito nei confronti dell'Italia mantenendo un'intonazione tutto sommato positiva.

Nei report le agenzie descrivono l'Italia pressoché all'unisono come un'economia diversificata, capace di creare elevato valore aggiunto; affermazione condivisibile visto che proprio l'alto valore aggiunto della nostra produzione ci consente di mantenere positiva la bilancia commerciale. Ciò nonostante, il sostegno delle esportazioni si sta sempre di più affievolendo a causa delle tensioni commerciali che colpiscono sia noi sia la Germania.

Dopo questi aspetti, l'analisi delle agenzie passa in genere alle note dolenti: la stagnazione economica, l'elevato indebitamento e una persistente debolezza del settore bancario, che mantiene una diffusa ritrosia nel sostenere le imprese.

Moody's, che avrebbe dovuto esprimersi il 6 settembre, non ha assunto alcuna valutazione come già aveva fatto il 15 marzo scorso e ha confermato il rating Baa3 con outlook stabile. Alcuni giorni dopo, in una nota diramata, ha rivisto la stima sulla crescita 2019 dimezzandola dallo 0,4% allo 0,2%

Fitch ha mantenuto il rating BBB con outlook negativo, proprio nei giorni iniziali della crisi del primo Governo Conte, indicando in un breve passaggio che nuove elezioni avrebbero potuto dare vita a un Governo più stabile e con un orizzonte di pianificazione di più lungo termine. Forse un auspicio dell'agenzia di fronte alla litigiosità delle forze politiche che animavano il primo Governo Conte; sappiamo poi che la soluzione della crisi ha preso altre strade dando vita a un Conte bis sostenuto da una maggioranza differente.

Il prossimo appuntamento sarà il 25 ottobre con Standard & Poor's che dovrà esprimersi di fronte all'attuale BBB con outlook negativo. Relativamente all'outlook negativo, attribuito il 26 ottobre del 2018, la stessa agenzia indicava una possibile revisione al ribasso entro 24 mesi: a questo punto, dopo 12 mesi, probabilmente sarebbe giunto il tempo di definire se la situazione italiana si sia stabilizzata o invece vada valutata diversamente.

Nel complesso comunque il giudizio nei confronti dell'Italia si mantiene benevolente, forse grazie anche al fatto, spesso ribadito, che il risparmio privato è elevato e lasciando quindi intendere che, nel caso la situazione dei conti pubblici precipiti, una fonte a cui attingere nel nostro paese si trova sempre.

## 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         | 2.173.428       | 36.108           | 1,69%          | 0,10%        |
| Anno 2016         | 2.220.370       | 46.942           | 2,16%          | 0,50%        |
| Anno 2017         | 2.269.010       | 48.640           | 1,96%          | 1,10%        |
| Anno 2018         | 2.321.957       | 52.947           | 2,44%          | 1,20%        |
| Luglio 2019       | 2.409.910       | 87.953           | 3,79%          | 0,50%        |
| <b>Incremento</b> |                 | <b>1.109.569</b> | <b>85,33%</b>  |              |

*Tabella 3: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a luglio 2019  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### I fatti

- Debito a luglio 2019: 2.410 miliardi; nuovo record storico.
- Nei primi sette mesi del 2019 l'aumento del debito è stato di 88 miliardi.
- Nei primi sette mesi del 2018 l'aumento del debito è stato di 80 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2019, è di 43.734 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 1.110 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 ad oggi il debito è aumentato del 85,3%.

### L'analisi

#### *Debito: 16 mesi per passare da 2.300 a 2.400 miliardi*

Il debito per l'Italia è come una corsa a 100 metri in cui i nuovi record si succedono in brevissimo tempo tra loro; non mancano i momenti in cui il debito cala, ma sono periodi sporadici e passeggeri che poi passano il testimone alla tendenza crescente di fondo.

Il nuovo record di 2.410 miliardi ha infranto la soglia importante dei 2.400 miliardi; solo sedici mesi prima si trovava poco sopra i 2.300 miliardi (2.310 miliardi, per la precisione la soglia di 2.300 miliardi è stata più volte oltrepassata tornando poi al di sotto).

In questo percorso netto di sedici mesi, in cui si sono bruciati 100 miliardi, ciascun residente italiano, neonati compresi, ha perso 1.815 euro (*il calcolo è fatto dividendo i 100 miliardi di aumento del debito per i cittadini italiani residenti a inizio gennaio 2019*).

## Stima evoluzione debito pubblico sino a dicembre 2019

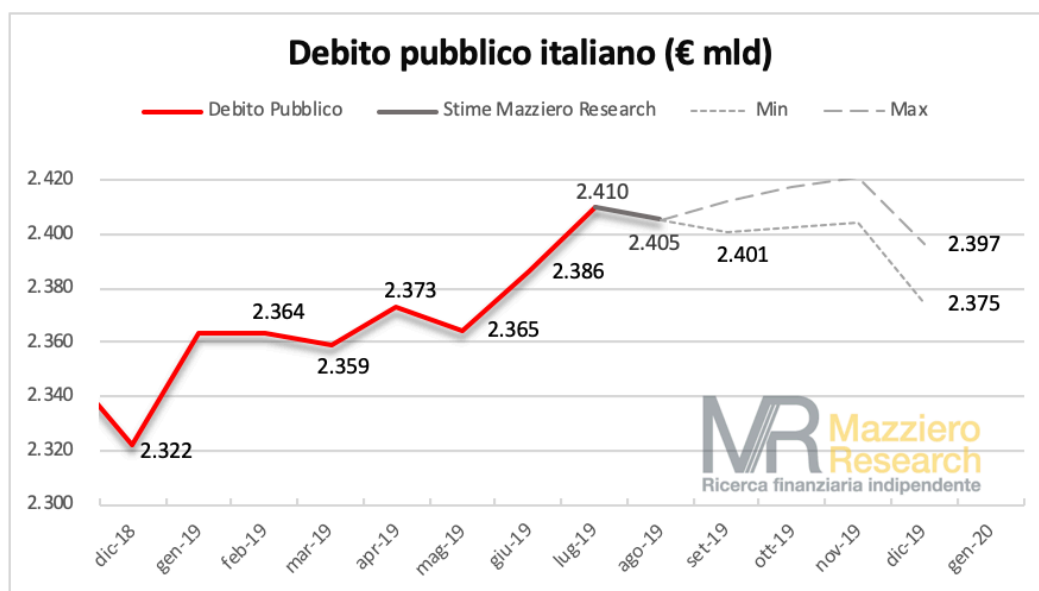


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime a dicembre 2019  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

### La stima ad agosto 2019

**2.405 miliardi (lieve calo)**

Intervallo confidenza al 95%: **2.401 – 2.409 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 ottobre 2019

### La stima a dicembre 2019

**Compreso tra 2.375 e 2.397 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà febbraio 2020

| 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 | 2.354 | 2.358 | 2.368 | 2.364 | 2.389 | 2.406 | 2.405 |       |       |       |       |
|   | Dato Ufficiale  | 2.358 | 2.364 | 2.359 | 2.373 | 2.365 | 2.386 | 2.410 |       |       |       |       |       |
|   | Δ (Uff - Stima) | 12    | 10    | 1     | 5     | 1     | -3    | 4     |       |       |       |       |       |

Tabella 4: Affidabilità delle stime Mazziere Research sul debito pubblico

| (Milioni di Euro) | 2018            |               | 2019            |               |
|-------------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
|                   | Debito pubblico | Delta debito  | Debito pubblico | Delta debito  |
| Gennaio           | 2.292.355       | 23.345        | 2.363.506       | 41.549        |
| Febbraio          | 2.293.616       | 1.261         | 2.363.225       | -281          |
| Marzo             | 2.309.877       | 16.261        | 2.358.800       | -4.425        |
| Aprile            | 2.320.124       | 10.247        | 2.373.314       | 14.514        |
| Maggio            | 2.334.285       | 14.161        | 2.364.663       | -8.651        |
| Giugno            | 2.330.730       | -3.555        | 2.386.197       | 21.534        |
| Luglio            | 2.349.256       | 18.526        | 2.409.910       | 23.713        |
| Agosto            | 2.333.376       | -15.880       |                 |               |
| Settembre         | 2.338.229       | 4.853         |                 |               |
| Ottobre           | 2.341.267       | 3.038         |                 |               |
| Novembre          | 2.351.338       | 10.071        |                 |               |
| Dicembre          | 2.321.957       | -29.381       |                 |               |
| <b>Totale</b>     |                 | <b>52.947</b> |                 | <b>87.953</b> |

*Tabella 5: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2018 al 2019  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### *Futura evoluzione del debito*

Nel **Riquadro 1** alla pagina precedente vengono mostrate le future evoluzioni del debito sino a fine anno.

Con il dato di luglio appena pubblicato dovremmo aver raggiunto il massimo annuale, sebbene non si possa escludere un nuovo record a novembre. La tendenza ora dovrebbe essere nuovamente discendente e con valori che potrebbero tornare al di sotto di 2.400 miliardi. Il forte calo del debito, come tutti gli anni, è atteso per fine dicembre quando dovrebbe scendere vicino al valore inferiore della forchetta pari a 2.375 miliardi.

### *Il disinnesco delle clausole di salvaguardia: definitivo o temporaneo?*

Entro il 27 settembre il Governo dovrà presentare la Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza, con la ridefinizione degli obiettivi programmatici per i prossimi tre anni; in quella sede dovrà anche specificare le modalità di neutralizzazione dell'aumento dell'IVA ordinaria dal 22 al 25,2% per il 2020 e al 26,5% per il 2021 e quella ridotta dal 10 al 13% dal 2020 in poi.

È probabile che ancora non si assisterà a misure risolutive che tolgano definitivamente questa spada di Damocle, ma si arriverà alla sterilizzazione attraverso recuperi di somme non strutturali e quindi non ricorrenti. Tra queste vi sarà il minor impiego delle risorse destinate a "Quota 100" e "Reddito di cittadinanza", minore spesa per interessi (*si veda anche la sezione sui titoli di Stato*) insieme alle consuete misure più aleatorie come spending review, recupero da evasione e privatizzazioni. Proprio le privatizzazioni vengono stabilite da anni con importi irrecuperabili nel breve termine, ancora una volta potrebbe risultare necessario l'intervento di Cassa Depositi e Prestiti che, pur essendo per oltre l'80% di proprietà statale, non fa parte della Pubblica Amministrazione.

Molto probabilmente, quindi, saranno definite nuove clausole di salvaguardia dal 2021 in poi e probabilmente, come già avvenuto in passato, saranno di importo ancora più consistente. La **Tabella 6** riporta le somme da reperire nei vari anni, la riga vuota potrà essere completata dopo la pubblicazione della Nota di aggiornamento al DEF.

| (milioni di euro)    | 2020   | 2021   | 2022   |
|----------------------|--------|--------|--------|
| Legge stabilità 2019 | 23.072 | 28.753 | 28.753 |
| NaDEF 2019           | -      |        |        |

*Tabella 6: Risorse necessarie al neutralizzo delle clausole di salvaguardia  
(Elaborazione su dati MEF, Documenti di Economia e Finanza)*

## Le entrate e le uscite

| (Milioni di Euro) | 2018           |                |                | 2019           |                |                |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                   | Entrate        | Uscite         | Saldo          | Entrate        | Uscite         | Saldo          |
| Gennaio           | 36.342         | 20.354         | 15.988         | 37.429         | 20.819         | 16.610         |
| Febbraio          | 31.688         | 32.037         | -349           | 31.215         | 58.439         | -27.224        |
| Marzo             | 30.635         | 71.122         | -40.487        | 31.443         | 57.474         | -26.031        |
| Aprile            | 36.892         | 37.424         | -532           | 39.754         | 56.705         | -16.951        |
| Maggio            | 38.023         | 57.895         | -19.872        | 37.342         | 26.908         | 10.434         |
| Giugno            | 36.107         | 42.221         | -6.114         | 37.341         | 29.540         | 7.801          |
| Luglio            | 56.832         | 44.710         | 12.122         | 53.669         | 82.050         | -28.381        |
| Agosto            | 45.497         | 28.944         | 16.553         |                |                |                |
| Settembre         | 29.585         | 63.405         | -33.820        |                |                |                |
| Ottobre           | 36.006         | 42.070         | -6.064         |                |                |                |
| Novembre          | 43.404         | 53.802         | -10.398        |                |                |                |
| Dicembre          | 104.647        | 77.242         | 27.405         |                |                |                |
| <b>Totale</b>     | <b>525.658</b> | <b>571.226</b> | <b>-45.568</b> | <b>268.193</b> | <b>331.935</b> | <b>-63.742</b> |

Tabella 7: Andamento entrate e uscite statali nel 2018 e 2019  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Nei primi 7 mesi 2019 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 63,7 miliardi.
- Nei primi 7 mesi 2018 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 39,2 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 7 mesi del 2019 è stata di 38,3 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 7 mesi del 2018 è stata di 38,1 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 7 mesi del 2019 è stata di 47,4 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 7 mesi del 2018 è stata di 43,7 miliardi.
- Da gennaio a luglio 2019 le entrate tributarie sono state di 250.143 milioni di euro (+1.181 milioni di euro rispetto al 2018, pari a +0,5%). Le imposte dirette si attestano a 107.308 milioni di euro (-548 milioni di euro, pari a -0,4%) e le imposte indirette risultano pari a 114.310 milioni di euro (+1.729 milioni di euro, pari a +1,5%).

### L'analisi

#### Entrate e uscite fuori controllo

Il saldo di entrate e uscite nei primi 7 mesi del 2019 è stato negativo per 63,7 miliardi con un peggioramento di ben 24,5 miliardi rispetto allo sbilanciamento di entrate e uscite nello stesso periodo del 2018. La **Tabella 7** riporta l'andamento nei vari mesi del 2018 e 2019 permettendo di fare un confronto, mentre la **Tabella 8** mostra come, pur in presenza di una media delle entrate leggermente più alte nel 2019 (239 milioni), le uscite in media siano state significativamente maggiori rispetto all'anno scorso (3,7 miliardi) generando uno sbilanciamento medio di 3,5 miliardi in più ogni mese.

In continuo aumento le entrate tributarie, con una riduzione delle imposte dirette (-0,4%) e una maggior crescita per le imposte indirette (+1,5%).

| Entrate | Uscite | Differenza |
|---------|--------|------------|
| 239     | 3.739  | -3.500     |

Tabella 8: Scostamento media entrate e uscite mensili tra 2018 e 2019 (€/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         | 74.379            | 4,17%       |
| Anno 2015         | 1.814.445       | 6,52         | 68.057            | 3,75%       |
| Anno 2016         | 1.867.214       | 6,76         | 66.288            | 3,55%       |
| Anno 2017         | 1.906.389       | 6,90         | 65.497            | 3,44%       |
| Anno 2018         | 1.959.429       | 6,78         | 64.879            | 3,31%       |
| 1 Trim 2019       | 1.995.180       | 6,82         | 21.697            | NA          |
| 2 Trim 2019       | 2.025.312       | 6,79         | 33.878            | NA          |
| Agosto 2019       | 2.040.361       | 6,73         | NA                | NA          |

Tabella 9: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 ad agosto 2019  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

### I fatti

- Circolante Titoli di Stato ad agosto 2019: 2.040 miliardi.
- Vita media residua: 6,73 anni, in diminuzione dai massimi di febbraio 2018 a 6,96.
- Spesa per interessi da gennaio a luglio 2019: 35,2 miliardi.
- Dal 2006 a luglio 2019 sono stati pagati 998 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a luglio 2019: BOT -0,06%, BTP 1,15%, CCT 1,18%.

### L'analisi

#### *Cala lo spread e scendono i rendimenti: un tesoretto importante*

Il calo dei rendimenti dei titoli di Stato potrebbe diventare davvero un importante elemento di risparmio nella spesa per interessi, creando qualche risorsa in più per neutralizzare l'aumento dell'IVA che scatterebbe automaticamente dal 2020.

Ci troviamo di fronte a due effetti congiunti che tendono ad abbassare gli oneri del cosiddetto servizio del debito (la spesa per interessi, *ndr*): da un lato il calo dello spread che misura il rischio Italia confrontato con quello della Germania e dall'altro la riduzione generalizzata dei rendimenti nell'Eurozona a fronte delle nuove misure espansive della BCE.

Come si può osservare nella **Figura 4** dopo aver superato la soglia dei 300 punti, ad ottobre e novembre 2018, a seguito dell'aspra dialettica con la Commissione Europea, lo spread si è via via ridotto; ma è soprattutto da giugno che i rendimenti del BTP decennale sono diminuiti con una velocità maggiore rispetto al Bund tedesco, acuendo così la contrazione dello spread.

| Variazione rendimenti | Aumento mensile (€ mln) | Aumento annuale (€ mln) |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------|
| 0,50%                 | 168                     | 2.019                   |
| 0,75%                 | 252                     | 3.029                   |
| 1,00%                 | 337                     | 4.038                   |
| 1,25%                 | 421                     | 5.048                   |
| 1,50%                 | 505                     | 6.058                   |
| 1,75%                 | 589                     | 7.067                   |
| 2,00%                 | 673                     | 8.077                   |

Tabella 10: Aumento spesa per interessi all'aumento dei rendimenti.  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

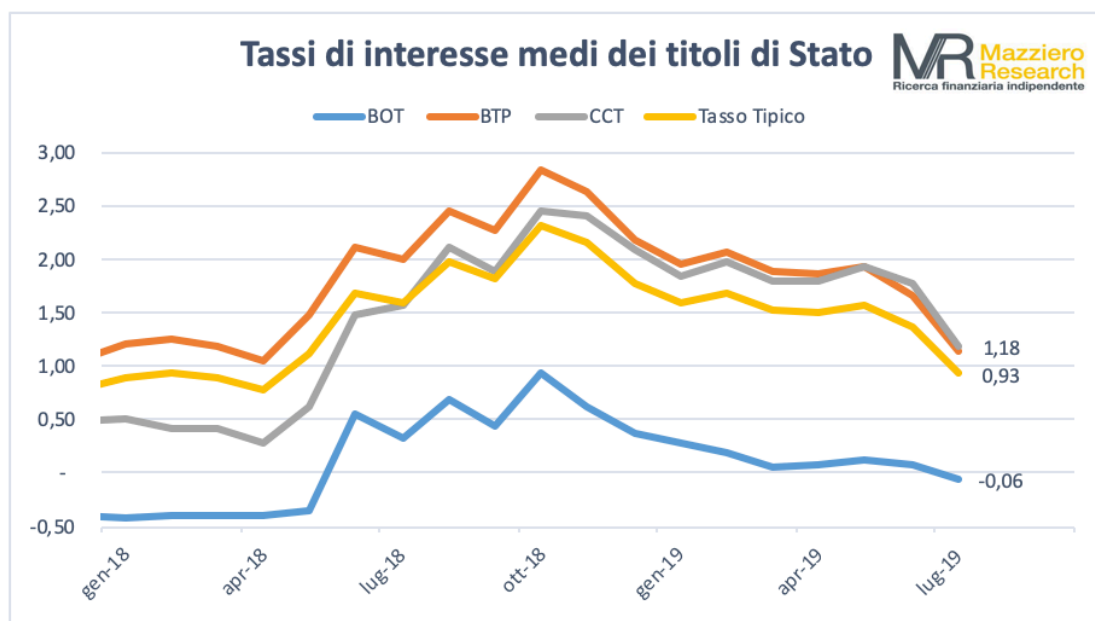


Figura 3: Rendimenti medi dei Titoli di Stato dal 2018 a luglio 2019  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Il calo dei rendimenti, stimolato dalle dichiarazioni di Draghi sulla ripresa di manovre espansive, ha riguardato tutte le tipologie di titoli di Stato (**Figura 3**): in particolare il BOT è ritornato a quei tassi negativi che aveva abbandonato a giugno dello scorso anno. Nella **Figura 3** possiamo osservare anche il tasso tipico che viene calcolato come media dei rendimenti dei vari titoli di Stato ponderati per il circolante di ciascuna tipologia. Da inizio 2019 ad oggi il rendimento del BTP decennale è passato dal 3 a meno dell'1%, con un calo di oltre 2 punti percentuali; la **Tabella 10** mostra come una riduzione di tale entità, qualora si mantenga, possa determinare un risparmio nella spesa per interessi di circa 8 miliardi l'anno. Il minore onere per le casse statali si protrarrebbe in qualche misura anche negli anni successivi considerando la vita media dei titoli di 6,7 anni.

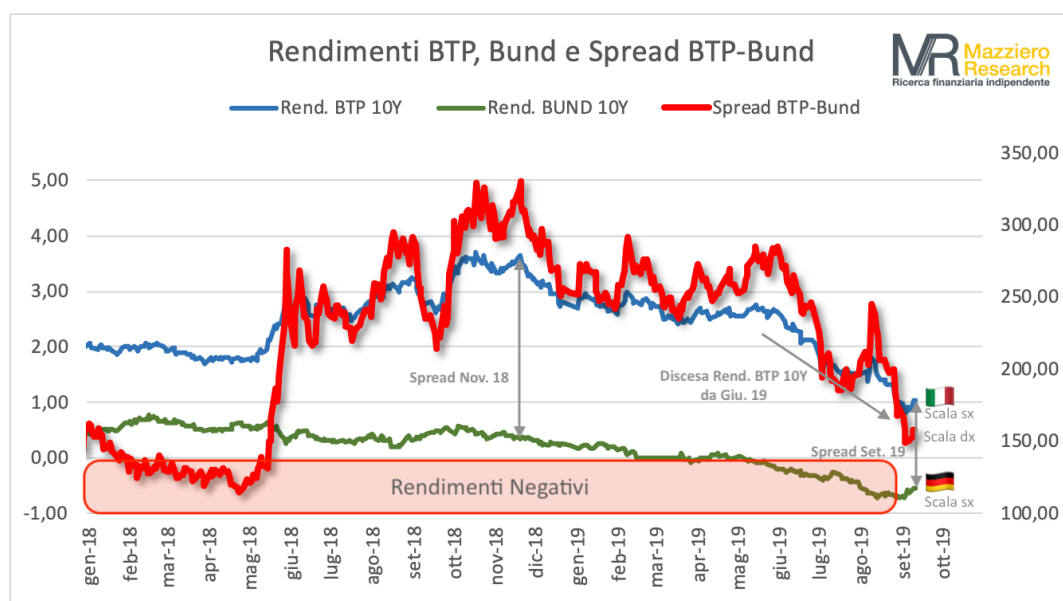


Figura 4: Rendimenti BTP, Bund e Spread BTP-Bund decennale da gennaio 2018  
(Elaborazione su dati Traderlink)





Figura 5: Titoli di Stato in scadenza sino a marzo 2020 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF)

#### Il Focus va mantenuto sulle scadenze

Sebbene rendimenti inferiori e uno spread più contenuto appianino di molto le criticità per le nuove emissioni, resta la massima importanza nella giusta composizione delle scadenze dei titoli di Stato. Infatti, i mercati possono cambiare repentinamente le condizioni e rendere altamente costose eventuali emissioni che dovessero risultare concomitanti con periodi di tensione o di negoziazione con la Commissione Europea.

La **Figura 5** mostra un tipico esempio di ciò e come la forte densità di scadenze nel mese di settembre avrebbe potuto rappresentare un incubo per il Tesoro. Anche ottobre si presenta denso, ma il vero scoglio si può ormai considerare marzo del prossimo anno, quando si entrerà nella fase della predisposizione del Documento di Economia e Finanza (DEF).

La **Figura 6** riporta l'andamento annuale delle scadenze sino al 2067.

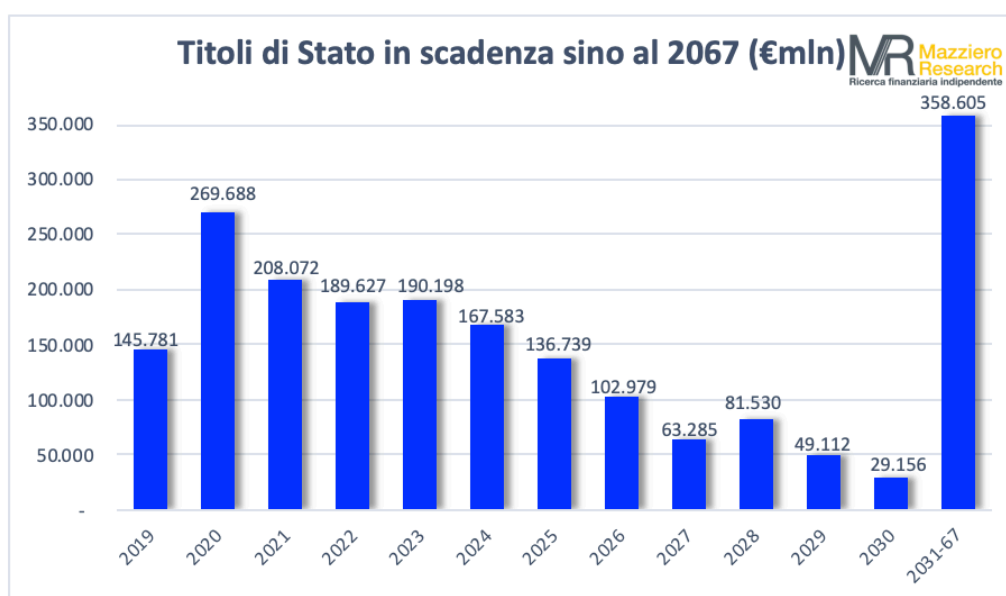


Figura 6: Titoli di Stato in scadenza sino al 2067 (€mln)  
(Elaborazione su dati MEF)

## Stima spesa per interessi a fine 2019

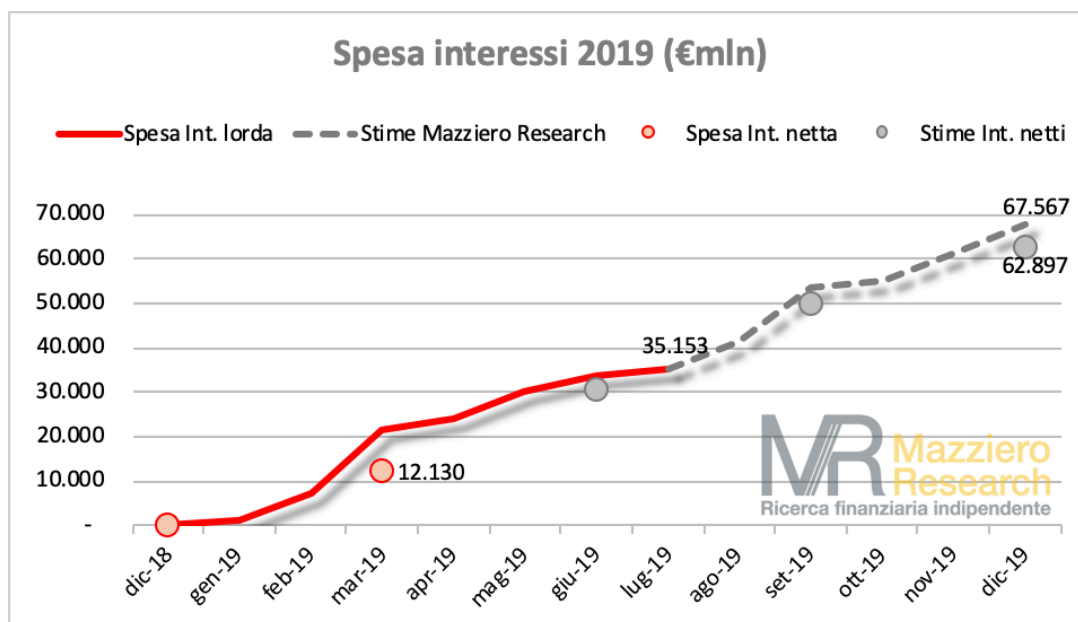


Figura 7: Stima spesa per interessi a fine 2019  
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziero Research)

Spesa per interessi lorda da gennaio a luglio: **35,2 miliardi.**  
Stima Mazziero Research spesa lorda a fine anno: **67,6 miliardi.**

Spesa per interessi netta da gennaio a marzo: **12,1 miliardi,**  
Stima Mazziero Research spesa netta a fine anno: **62,9 miliardi.**

*Nota esplicativa:* Per spesa per interessi lorda si intende l'esborso per interessi come risultante dal conto di cassa della Ragioneria Generale; per spesa per interessi netta si intende il conguaglio tra interessi attivi e passivi e riportato nelle statistiche ufficiali dell'Istat.

| Affidabilità stime Mazziero 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  | 7,4  | 14,2 | 1,4  | 6,6  | 4,2  | 1,3  | 6,3  |      |      |      |      |
|  | Dato Ufficiale  | 1,3  | 6,0  | 14,5 | 2,2  | 6,5  | 3,5  | 1,6  |      |      |      |      |      |
|  | Δ (Uff - Stima) | -0,8 | -1,4 | 0,3  | 0,8  | -0,1 | -0,7 | 0,3  |      |      |      |      |      |

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

## BCE: torna il Quantitative Easing per 20 miliardi al mese

### Caratteristiche riassuntive

Da **novembre 2019** la BCE tornerà ad acquistare titoli per **20 miliardi al mese**, mantenendo il reinvestimento dei titoli in scadenza e delle cedole maturate. A queste misure si assocerà un ribasso del **tasso di deposito dal -0,40 al -0,50%**, mentre il **tasso di sconto resterà invariato allo 0,0%**. Verranno introdotte alcune modifiche nel programma di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO III) al fine di mantenere favorevoli condizioni del prestito bancario.

### Volume degli acquisti del precedente QE:

- Da marzo 2015 a marzo 2016: **60 miliardi al mese**
- Da aprile 2016 a marzo 2017: **80 miliardi al mese**
- Da aprile 2017 a dicembre 2017: **60 miliardi al mese**
- Da gennaio 2018 a settembre 2018: **30 miliardi al mese**
- Da ottobre 2018 a dicembre 2018: **15 miliardi al mese**

### Titoli di Stato acquistati del precedente QE:

- Acquisti totali titoli di Stato europei: **2.171,277 miliardi**
- Acquisti titoli di Stato italiani: **365,353 miliardi (17,9% del circolante)**

Stima acquisto mensile di titoli di Stato dal nuovo QE: **2,45 miliardi**

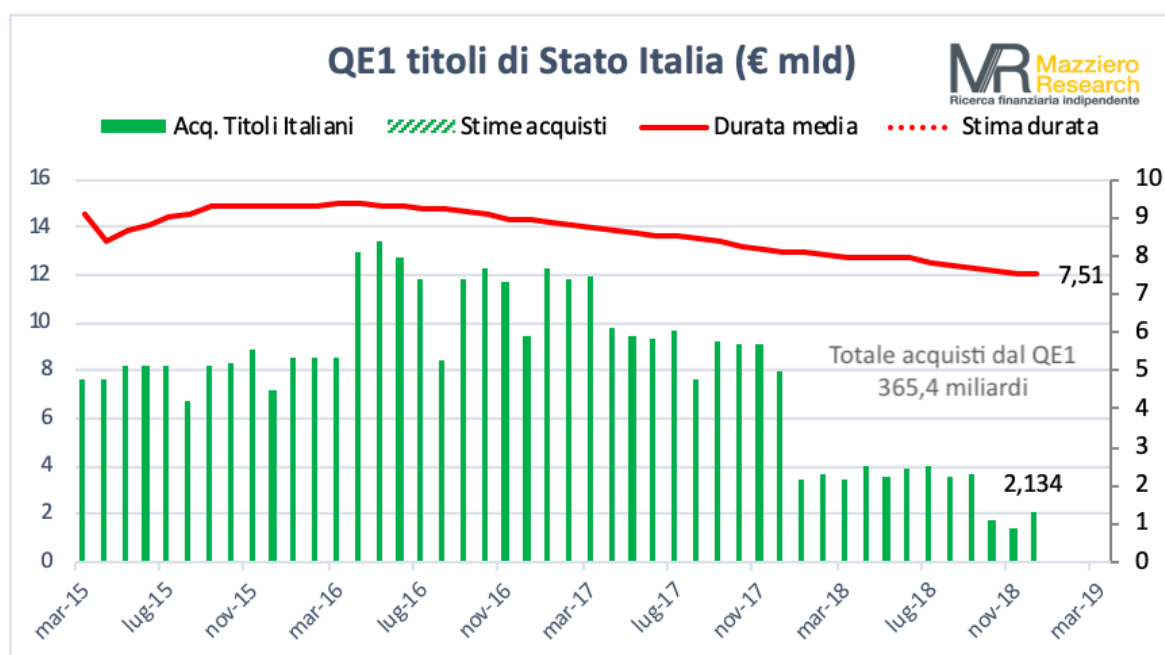


Figura 8: Acquisti di titoli di Stato dal QE1 della BCE e durata media dei titoli  
(Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

## Le Riserve della Banca d'Italia

| Descrizione               | € milioni | € milioni | %    |
|---------------------------|-----------|-----------|------|
| Riserve in valuta estera  | 37.195    |           | 24%  |
| Riserve verso FMI         | 3.616     |           | 2%   |
| Diritti speciali prelievo | 7.021     |           | 4%   |
| Oro                       | 109.015   |           | 69%  |
| Altre attività di riserva | 836       |           | 1%   |
| <b>Totale Riserve</b>     |           | 157.683   | 100% |

Tabella 12: Riserve Banca d'Italia ad agosto 2019  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Le riserve ufficiali ad agosto 2019 ammontano a 157,7 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad aprile 2019, riportata nel precedente Osservatorio, è pari a +20 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 69% delle riserve totali.

### L'analisi

#### Il balzo dell'oro beneficia le riserve

Forte aumento del valore delle riserve di Banca d'Italia: dalla rilevazione di aprile dello scorso Osservatorio l'incremento è di ben 20 miliardi, quasi il 15% in soli quattro mesi.

La ragione di ciò è legata al forte balzo dell'oro che ha messo a segno un aumento di oltre il 20% nel medesimo periodo, come appare evidente nella **Figura 9**, linea rossa.

I mercati finanziari evidenziano così i timori di una recessione a causa delle guerre commerciali, ma iniziano anche a dubitare dell'efficacia delle manovre espansive che potrebbero essere adottate dalle Banche Centrali.

Un ulteriore fattore concomitante alla rivalutazione del valore delle riserve in oro è stato anche il deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, che si è portato intorno alla soglia di 1,10 dollari per un euro (**Figura 9**, linea blu).

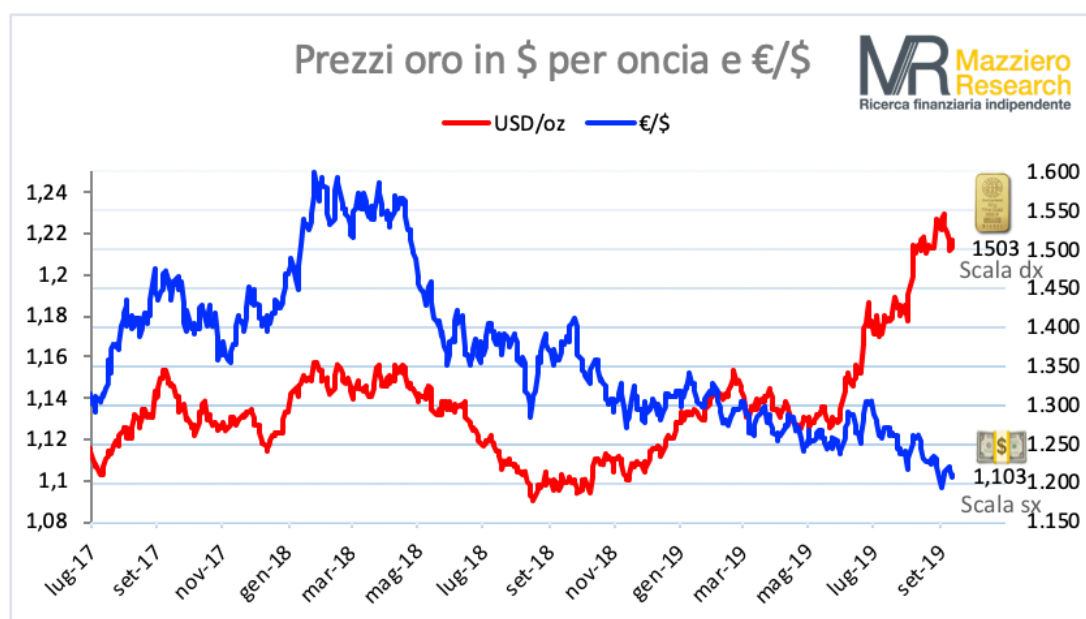


Figura 9: Quotazioni dell'oro in dollari l'oncia e cambio €/€/\$  
(Elaborazione su dati World Gold Council)

## 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              | 2.173.428       | 2,60%       | 131,55%    | 0,90%   | 0,10%        |
| Anno 2016           | 1.689.824    | 37.739    | 1.574.604              | 2.220.370       | 2,50%       | 131,35%    | 1,10%   | 0,50%        |
| Anno 2017           | 1.727.382    | 37.558    | 1.601.123              | 2.269.010       | 2,40%       | 131,25%    | 1,70%   | 1,10%        |
| Anno 2018           | 1.756.981    | 29.599    | 1.614.865              | 2.321.957       | 2,10%       | 132,16%    | 0,90%   | 1,20%        |
| Anno 2019 (st.DEF)  | 1.777.900    | 20.919    |                        | 2.368.961       | 2,40%       | 132,60%    | 0,20%   | 1,00%        |
| Anno 2020 (st.DEF)  | 1.823.300    | 45.400    |                        | 2.416.872       | 2,10%       | 131,30%    | 0,80%   | 2,30%        |
| Anno 2021 (st.DEF)  | 1.868.900    | 45.600    |                        | 2.466.865       | 1,80%       | 130,20%    | 0,80%   | 1,90%        |
| Anno 2022 (st.DEF)  | 1.914.500    | 45.600    |                        | 2.467.791       | 1,50%       | 128,90%    | 0,80%   | 1,60%        |
| Anno 2019 (st.UE)   | 1.758.738    | 1.757     |                        | 2.351.433       | 2,50%       | 133,70%    | 0,10%   | 0,80%        |
| Anno 2020 (st.UE)   | 1.771.049    | 12.311    |                        | 2.394.458       | 3,50%       | 135,20%    | 0,70%   | 1,00%        |
| Anno 2019 (st.FMI)  | 1.758.738    | 1.757     |                        | 2.346.684       | 2,70%       | 133,43%    | 0,10%   | 0,80%        |
| Anno 2020 (st.FMI)  | 1.772.808    | 14.070    |                        | 2.377.867       | 3,40%       | 134,13%    | 0,80%   | 1,20%        |
| Anno 2021 (st.FMI)  | 1.785.218    | 12.410    |                        | 2.415.221       | 3,50%       | 135,29%    | 0,70%   | 1,60%        |
| Anno 2022 (st.FMI)  | 1.795.929    | 10.711    |                        | 2.449.827       | 3,70%       | 136,41%    | 0,60%   | 1,70%        |
| Anno 2023 (st.FMI)  | 1.806.704    | 10.776    |                        | 2.484.761       | 3,70%       | 137,53%    | 0,60%   | 1,70%        |
| Anno 2024 (st.FMI)  | 1.817.545    | 10.840    |                        | 2.517.481       | 3,80%       | 138,51%    | 0,60%   | 1,60%        |
| Anno 2019 (st.OCSE) | 1.756.981    | 0         |                        | 2.356.112       | 2,40%       | 134,10%    | 0,00%   | 0,60%        |
| Anno 2020 (st.OCSE) | 1.767.523    | 10.542    |                        | 2.386.156       | 2,90%       | 135,00%    | 0,60%   | 1,00%        |

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

*Tabella 13: 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 2° trim. 2019 il PIL è risultato stabile rispetto al trimestre precedente.
- Il PIL resta del 4,6% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2019 è zero.
- La produzione industriale a luglio 2019 è scesa dello 0,7% rispetto al mese precedente.
- La produzione industriale a luglio 2019 è scesa dello 0,7% rispetto all'anno precedente e dello 0,3% rispetto al trimestre precedente.
- Il commercio al dettaglio a luglio 2019 è sceso dello 0,5% rispetto al mese precedente.
- Il commercio al dettaglio a luglio 2019 è salito del 2,6% rispetto all'anno precedente e dello 0,5% rispetto al trimestre precedente.
- Il commercio elettronico a luglio 2019 è salito del 23,2% rispetto all'anno precedente.

*Nota: tutti i dati di fonte Istat riportati qui sopra sono destagionalizzati.*

### L'analisi alle pagine seguenti

## Stima PIL 2019

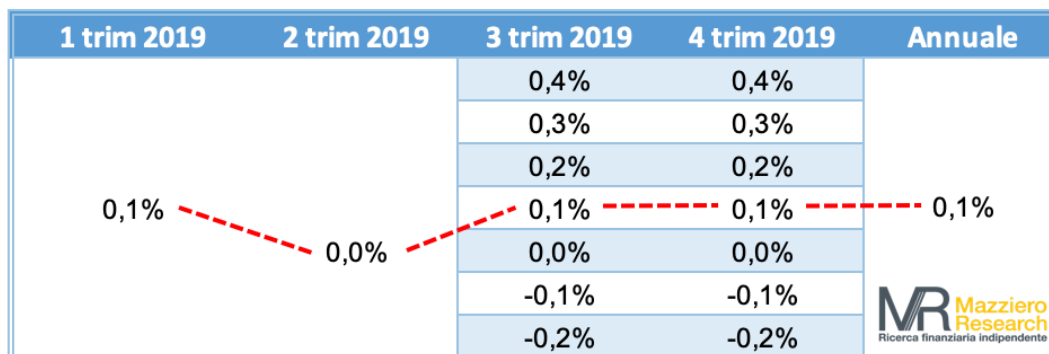


Tabella 14: Stime di evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale  
(Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)

**Stima PIL 2019: +0,1%**

**Stima PIL 3° trimestre 2019: +0,1%**

**Stima PIL 4° trimestre 2019: +0,1%**

**Perché continuiamo a stimare un +0,1% nel 3° trimestre?**

L'Istat ha evidenziato come nei disaggregati del PIL le scorte siano in calo da 4 trimestri. Le scorte dopo una tale contrazione vanno ricostituite ed è quindi plausibile una lieve crescita del PIL proprio per questo fattore. Il contributo delle esportazioni dovrebbe essere modesto e probabilmente in calo.

**Possibili revisioni:** La produzione industriale resta debole, se questa condizione dovesse mantenersi inalterata o peggiorare nell'intensità si procederà ad abbassare la stima PIL per il 3° trimestre.

*La stima è formulata in base a una serie di fattori, verrà rivista periodicamente e pubblicata sul sito Mazziere Research.*

|             | 1 trim. | 2 trim. | 3 trim. | 4 trim. |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>2018</b> | 0,2%    | 0,0%    | -0,1%   | -0,1%   |
| <b>2019</b> | 0,1%    | 0,0%    |         |         |

Tabella 15: Variazioni trimestrali del PIL negli ultimi due anni  
(Elaborazione su dati Istat)

### Un PIL agonizzante

Definire il PIL trimestrale stabile, invariato o persino stagnante non rende l'idea di quale sia l'impatto e il danno nell'economia nazionale.

Infatti, se si allarga leggermente il campo di osservazione e si prendono in considerazione le variazioni trimestrali del PIL del 2018 e 2019 (**Tabella 15**) si vede una sequela di "zero virgola" che identificano più un'economia agonizzante che una vivace realtà come dovrebbe essere l'Italia, in virtù della sua appartenenza al G7, il "club dei sette grandi".

Il paradosso è che, anche in presenza di una bilancia commerciale positiva, nel recente passato il PIL trimestrale non è stato nemmeno in grado di sfiorare quel mezzo punto percentuale che avrebbe consentito al PIL annuale di avvicinarsi all'1%.

Oggi con guerre commerciali e rallentamento economico è abbastanza probabile che venga a mancare il sostegno delle esportazioni, con un conseguente impatto sulla variazione del PIL trimestrale che potrebbe scivolare in terreno negativo.

Ciò nonostante abbiamo mantenuto provvisoriamente la stima per un progresso del PIL nel 3° trimestre pari al +0,1% (**Riquadro 4**), in considerazione del dato negativo sulle scorte da quattro trimestri. In genere l'assottigliamento delle scorte costringe a una loro ricostituzione, anche parziale, e ciò dovrebbe favorire una seppur temporanea ripresa della produzione industriale

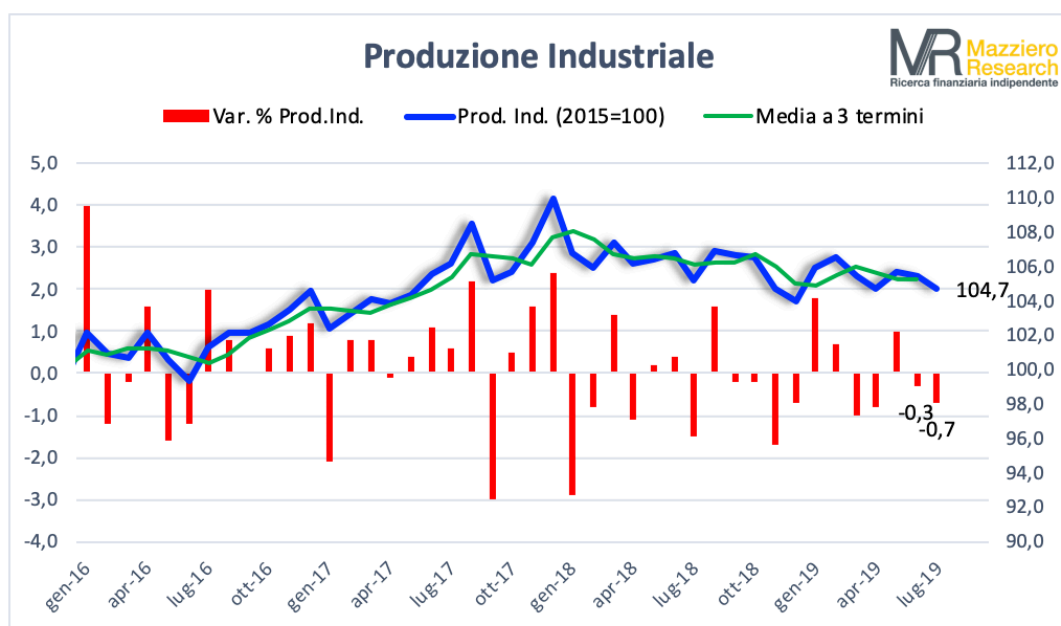


Figura 10: Produzione industriale da gennaio 2015 a luglio 2019  
(Elaborazione su dati Istat)

### Continua il declino della produzione industriale

La tendenza della produzione industriale si mantiene al ribasso con le ultime due rilevazioni mensili di giugno e luglio che hanno registrato un calo rispettivamente del -0,3 e -0,7%; su base annua la produzione industriale perde lo 0,7% (**Figura 10**).

Come abbiamo osservato, il calo delle scorte negli ultimi 4 trimestri dovrebbe spingere a un parziale recupero, che qualora non si verificasse getterebbe le basi per prospettive ancora più preoccupanti per il secondo semestre.

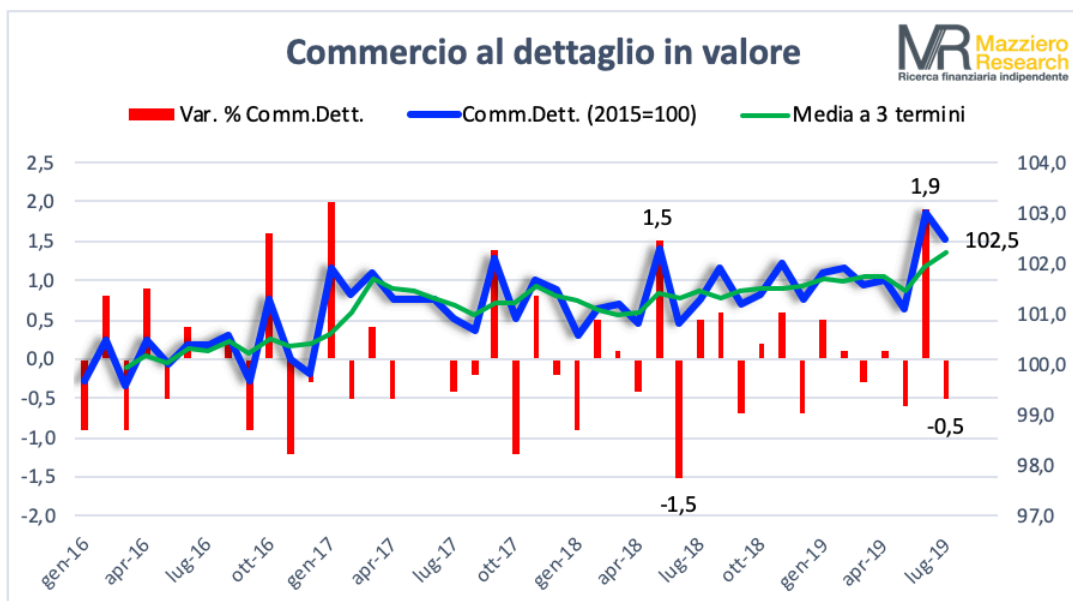


Figura 11: Commercio al dettaglio in valore da gennaio 2016 a luglio 2019  
(Elaborazione su dati Istat)

### Commercio al dettaglio: difficile tracciarne le prospettive

La **Figura 11** ci mostra l'andamento del commercio al dettaglio che rispetto alla produzione industriale si presenta leggermente più tonico. Da oltre un anno la tendenza appare stabile, con una pendenza positiva che indica un lieve miglioramento.

Particolarmente positiva è stata la variazione di giugno con un +1,9%, seguita poi a luglio da un ripiegamento a -0,5%. Dovremo attendere i prossimi mesi per verificare se vi sia un barlume di miglioramento o se ritornerà la debolezza; dobbiamo rilevare infatti che già l'anno scorso a maggio vi era stato un balzo dell'1,5%, a cui era seguito un calo della stessa entità in giugno.

Continua, invece, l'ottima salute del commercio elettronico (**Figura 12**) che segna una crescita su base annua del 23,2%.

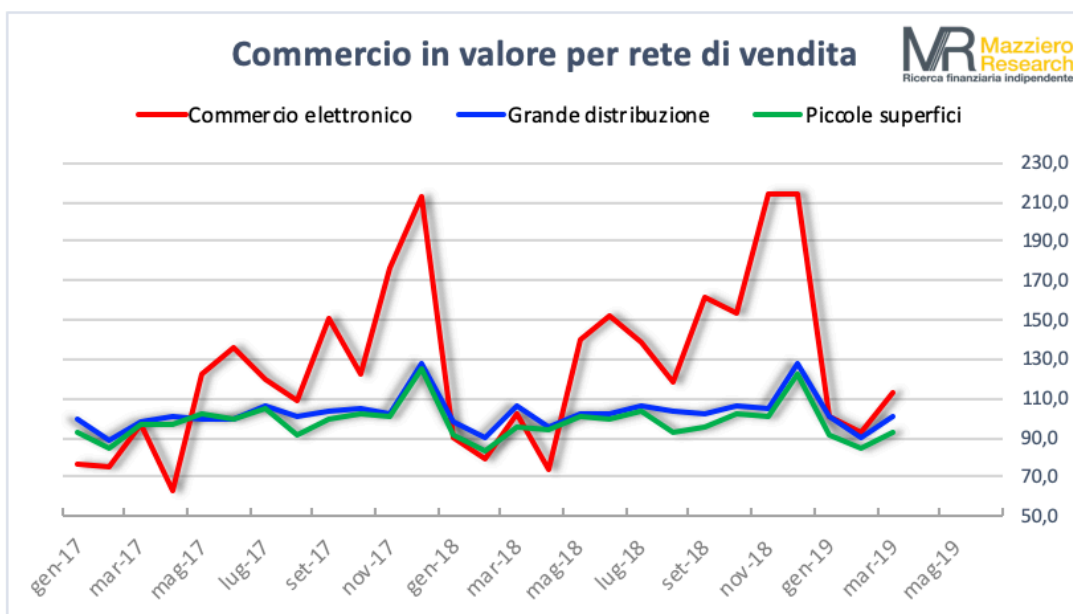


Figura 12: Commercio al dettaglio per rete di vendita  
(Elaborazione su dati Istat)



**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 13: Valori di inflazione dell'indice IPCA  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

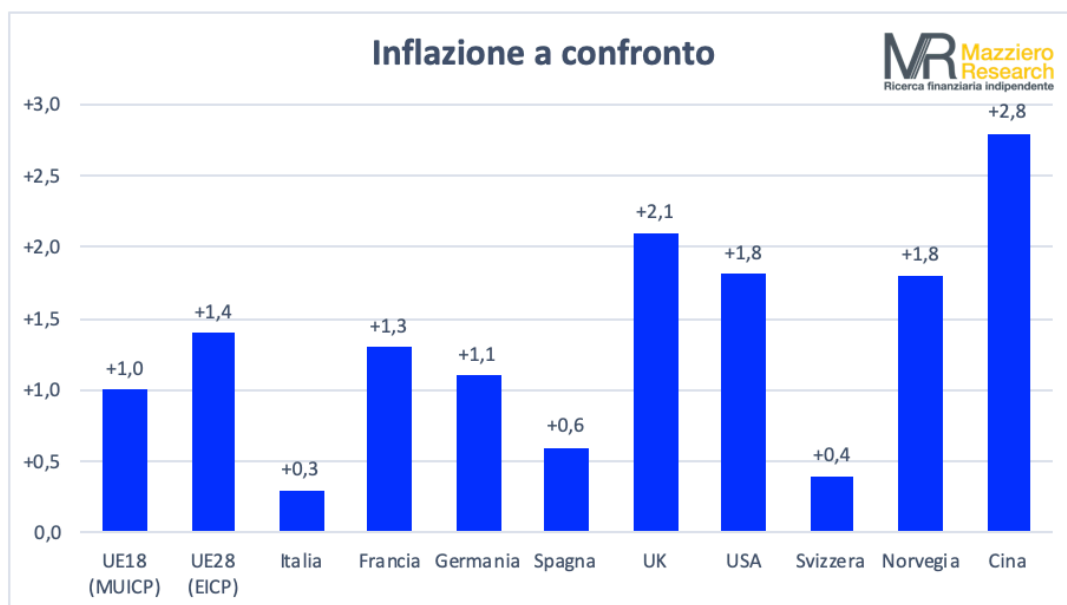
- Il tasso di inflazione annua IPCA ad agosto è pari al +0,5%.
- Il tasso di inflazione annua FOI ad agosto è pari al +0,3%.
- Il tasso di inflazione annua NIC ad agosto è pari al +0,5%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2019 è pari al +0,8%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 102,3.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 103,2.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 103,6.

### L'analisi

#### *L'inflazione italiana si mantiene contenuta*

Rispetto ai picchi del luglio 2018, quando l'inflazione arrivò a lambire il 2% (**Figura 13**), il caro-vita italiano continua a mantenersi sottotono, confermano una tendenza discendente che dura da oltre un anno.

Sicuramente un fatto positivo per le tasche dei consumatori, tuttavia sintomo di un'economia sulla difensiva con una fiducia verso il futuro molto bassa. Questo lo si desume dal confronto con altri paesi (**Figura 14**): Unione Europea ed Eurozona si trovano all'1% ed oltre; Francia e Germania segnano un +1,3 e un +1,1% rispettivamente. E il fatto che la Germania, per la prima volta nella rilevazione di luglio, mostri un'inflazione più bassa della Francia la dice lunga sulla consapevolezza del rallentamento economico che sta raggiungendo anche le famiglie tedesche.



*Figura 14: Inflazione in alcuni Paesi a luglio 2019  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Più vicina ai nostri valori la Spagna che, pur avendo imboccato con successo la strada della crescita, si trova ancora a un elevato livello di disoccupazione (**Figura 18**), con un conseguente condizionamento nella propensione ai consumi.

Ma un tasso di inflazione più elevato non necessariamente è un'indicazione di economia in buona salute: se questo lo possiamo dire per Stati Uniti e Norvegia, anch'essi in fase di decelerazione, Regno Unito e Cina presentano un aumento dei prezzi a causa di un indebolimento della valuta. Al contrario, la bassa inflazione della Svizzera non è sintomo di un'economia debole, quanto piuttosto di un'economia sana che spinge a un rafforzamento della valuta limitando l'inflazione sui beni importati.

#### 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

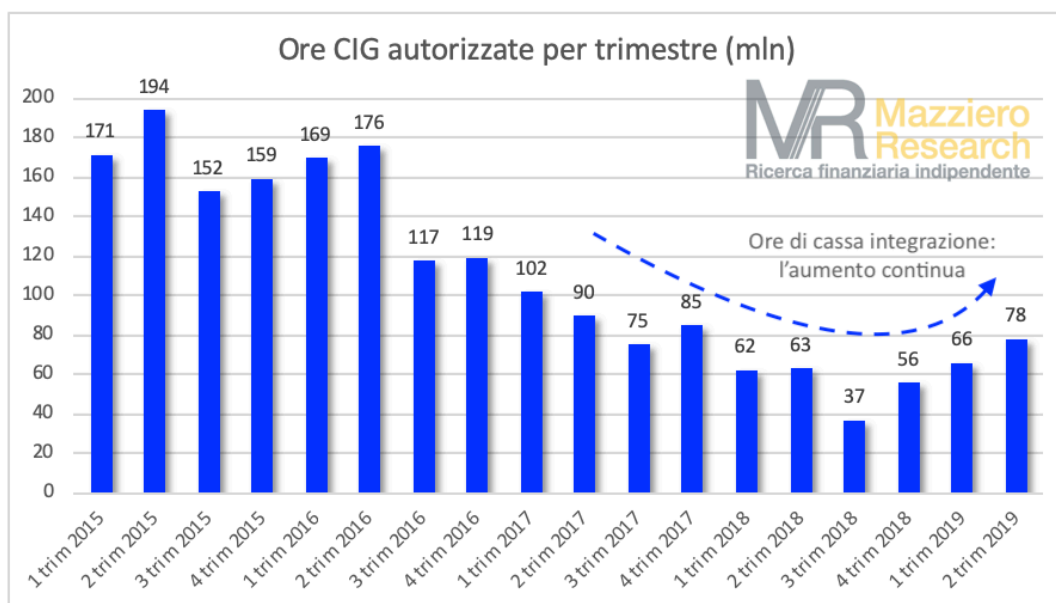


Figura 15: Ore di cassa integrazione autorizzate  
(Elaborazione su dati INPS)

### I fatti

- Disoccupazione: 9,9% a luglio 2019; minimo a 12 mesi 9,8% a giugno 2019. 28,9% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; minimo a 12 mesi 28,1% a giugno 2019.
- Tasso di occupazione: 59,1% della popolazione tra 15 e 64 anni; massimo a 12 mesi 59,2% a giugno 2019.
- Tasso di inattività: 34,2% della popolazione tra 15 e 64 anni; minimo a 12 mesi.
- Tasso di mancata partecipazione: 18,3% nel 2 trim.2019, minimo dal 2011; record storico 23,7% nel 1 trim.2015;
- Cassa integrazione: nel 2 trim 2019 autorizzate 78 milioni di ore; nel 2 trim 2018 furono autorizzate 63 milioni di ore.

### L'analisi

#### *Continua ad aumentare il ricorso alla cassa integrazione*

Ormai siamo di fronte a una tendenza confermata: la cassa integrazione dopo aver raggiunto il minimo nel 3° trimestre del 2018 è tornata ad aumentare (**Figura 15**), confermando la debolezza del tessuto produttivo.

Negli ultimi quattro trimestri sono state autorizzate 237 milioni di ore, che corrispondono a 123.000 occupati a tempo pieno; nel solo mese di luglio sono state autorizzate 19 milioni di ore con un aumento di oltre il 33% rispetto allo stesso mese dell'anno scorso.

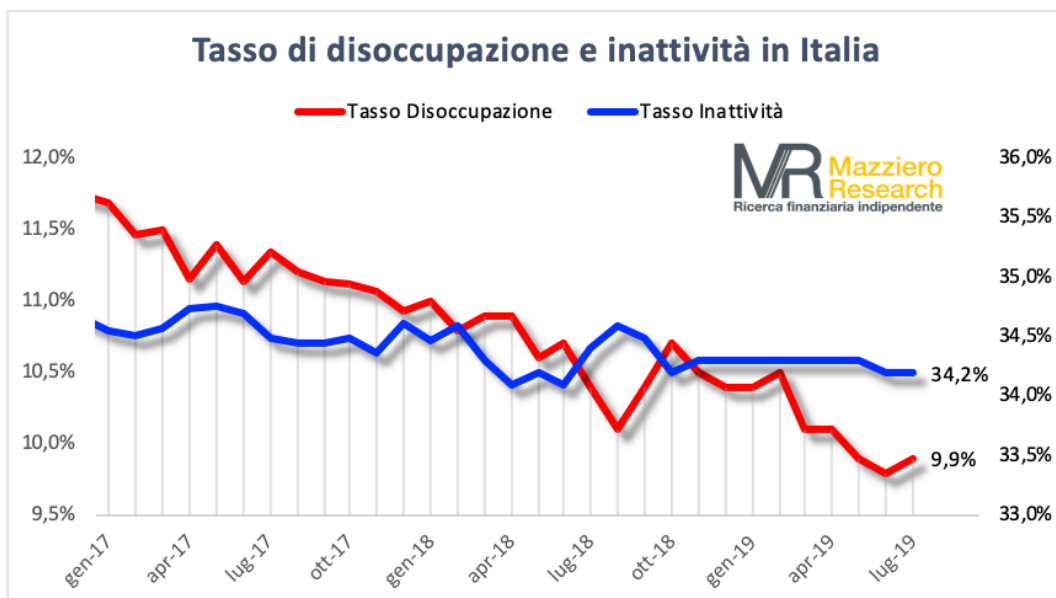


Figura 16: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2017 a luglio 2019 (Elaborazione su dati Istat)

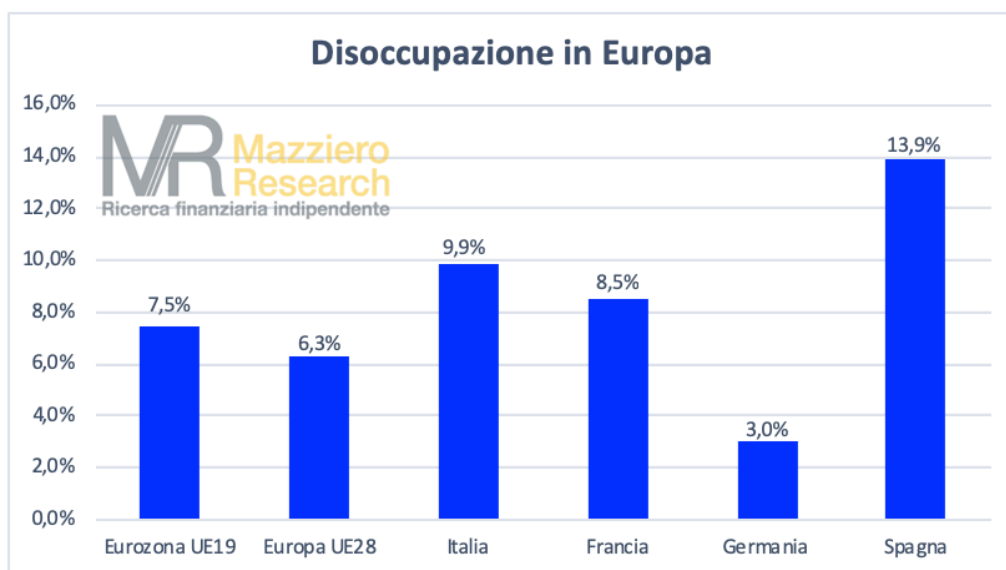
### *Eppure cala la disoccupazione e si creano maggiori posti di lavoro*

Pur con un'economia stagnante, si veda il PIL del 2° trimestre (**Riquadro 4**) si assiste a una disoccupazione che si mantiene in calo, salvo un rimbalzo congiunturale, a fronte di un tasso di inattività stabile e ai minimi degli ultimi 12 mesi (**Figura 16**). Nell'ultimo anno i disoccupati sono scesi di 260 mila unità e anche la disoccupazione giovanile è riuscita a scendere al di sotto del 30%, pur restando su livelli elevati (**Figura 17**).

Nel 2° trimestre 2019 i nuovi posti di lavoro sono aumentati di 130 mila unità, ma raffrontati su base tendenziale i maggiori occupati negli ultimi 12 mesi sono solamente 78 mila. Diminuiscono gli occupati a tempo pieno, mentre tornano ad aumentare quelli a tempo parziale, che per il 64,8% si trovano involontariamente in tale condizione.



Figura 17: Tassi di disoccupazione totale e giovanile da gennaio 2017 a luglio 2019 (Elaborazione su dati Istat)



*Figura 18: Disoccupazione in Europa a luglio 2019  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

#### *Poche variazioni in ambito europeo*

A livello europeo non vi sono grandi variazioni (**Figura 18**): la nostra disoccupazione continua ad essere di circa un punto e mezzo percentuale superiore alla Francia e di quattro punti inferiore alla Spagna. La velocità con cui il nostro Paese si sta avvicinando ai valori della Francia è inferiore rispetto a quella con cui la Spagna si sta avvicinando a noi; se questa tendenza continuasse è possibile che la Spagna ci raggiunga e ci superi prima che da parte nostra vi sia un aggancio ai valori della Francia.

La Germania resta sempre in una condizione di piena occupazione sebbene potremmo assistere nei prossimi mesi a un lieve deterioramento a causa del rallentamento economico.

#### **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

### *Uno sguardo alla nostra banca più forte*

(Il commento)  
di *Andrew Lawford, CFA*

Indubbiamente, il sistema bancario ha avuto un ruolo da protagonista principale nella crisi finanziaria dell'ultimo decennio. Oltre alle inevitabili difficoltà per il sistema a causa della congiuntura economica, è purtroppo possibile evidenziare degli esempi notevoli di cattiva gestione, con delle categorie di comportamento che spaziano dall'incompetenza fino all'illegalità nei casi più gravi. Già in altre occasioni in questo Osservatorio si è avuto modo di esaminare alcune delle banche coinvolte nei vari scandali, mettendo in risalto poi le risposte frenetiche dei vari governi interessati. In questo numero, invece, abbiamo deciso di esaminare il caso di una delle banche sistemiche più importanti d'Italia, ovvero quella ritenuta più forte, che non solo si è difesa meglio dalla crisi, ma ha anche contribuito alla necessaria attività di ripulire il sistema dai suoi eccessi peggiori.

Questa banca è Intesa Sanpaolo, che non è la banca più grande d'Italia in termini di attivi totali o patrimonio netto (questo onore va ad Unicredit, anche se la differenza tra i due istituti non è molto grande), ma può vantarsi del fatto di aver gestito la crisi finanziaria molto meglio rispetto al concorrente più grande. Tanto per dare un indice della differenza tra le due: Intesa Sanpaolo è

stata costretta a fare un aumento di capitale solo una volta nel corso della crisi, nel 2011, per un totale di 5 miliardi di euro. Nel caso di Unicredit, invece, la crisi ha reso necessario diversi aumenti di capitale, di cui i più importanti nel 2012 e 2017, per un controvalore complessivo di oltre 20 miliardi di euro.

La posizione di forza di Intesa Sanpaolo ha reso bene alla banca sia a livello di immagine, sia a livello di posizione dominante quando alcune situazioni difficili, come il caso delle banche venete, avevano bisogno di essere sanate una volta per tutte. Infatti, proprio il caso delle banche venete è emblematico della disperazione a cui si era arrivati nell'affrontare questi problemi: Intesa Sanpaolo si è potuta aggiudicare le parti migliori delle due banche venete (compreso i crediti d'imposta), lasciare ciò che non le aggradava, ricevere supporto finanziario per l'operazione da parte dello Stato, ottenere una posizione dominante in una regione d'Italia piuttosto importante a livello economico e non dover accettare limiti sulla gestione societaria. Per "limiti sulla gestione societaria" si intende in particolare la facoltà di pagare dividendi. Nel primo comunicato stampa (del 21 giugno 2017), inerente alla fase di studio dell'operazione, si legge che potrà andare in porto "purché a condizioni e termini che garantiscano, anche sul piano normativo e regolamentare, la totale neutralità dell'operazione rispetto al *Common Equity Tier 1 ratio* e alla *dividend policy* del Gruppo Intesa Sanpaolo. La disponibilità di Intesa Sanpaolo all'operazione esclude pertanto aumenti di capitale." In poche parole, quindi, l'operazione si può fare, purché non dia fastidio.

Pochi giorni dopo (il 26 giugno 2017), viene rivelato l'operazione nella sua completezza, che viene riassunto qui di seguito (tutte le citazioni dal comunicato stampa di quel giorno):

- "L'acquisto riguarda un perimetro segregato che esclude i crediti deteriorati (sofferenze, inadempienze probabili e esposizioni scadute), le obbligazioni subordinate emesse, nonché partecipazioni e altri rapporti giuridici considerati non funzionali all'acquisizione.";
- "un contributo pubblico *cash* a copertura degli impatti sui coefficienti patrimoniali... pari a 3,5 miliardi di euro non sottoposto a tassazione";



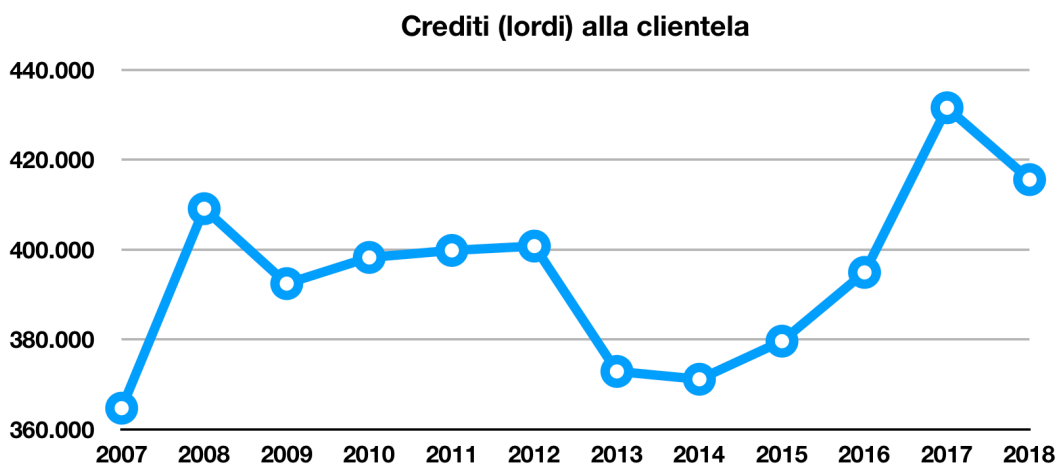
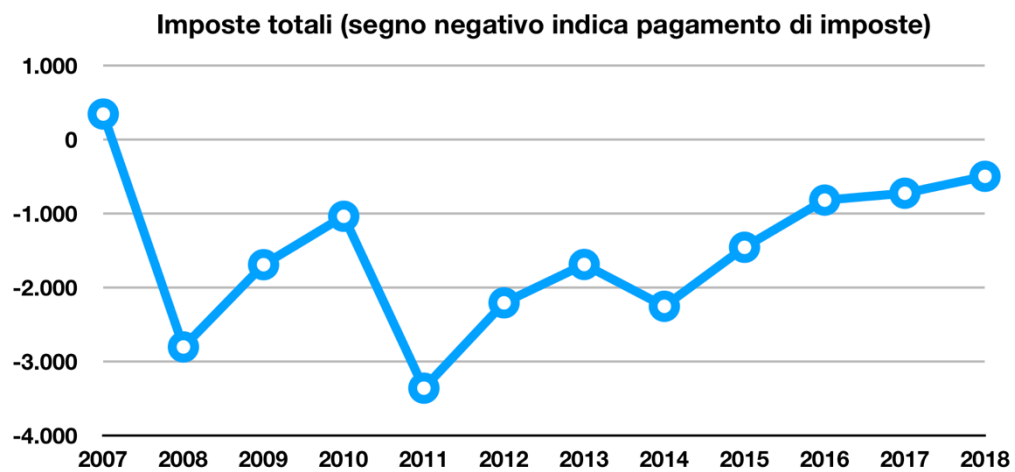
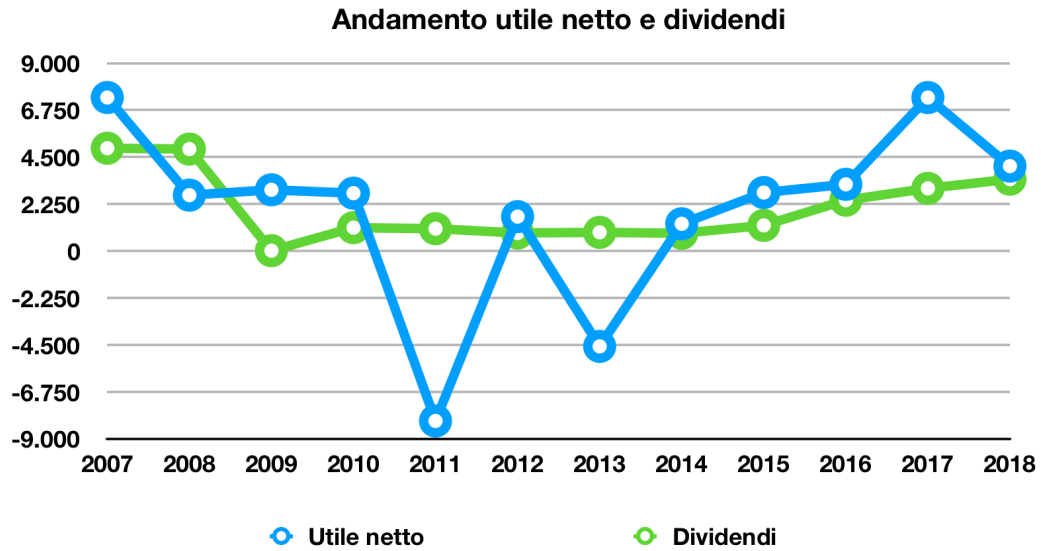
- “un ulteriore contributo pubblico *cash* a copertura degli oneri di integrazione... pari a 1,285 miliardi di euro non sottoposto a tassazione”;
- “garanzie pubbliche, per un importo corrispondente a 1,5 miliardi di euro dopo le imposte, volto alla sterilizzazione di rischi, obblighi e impegni che coinvolgessero Intesa Sanpaolo per fatti antecedenti la cessione”;
- “imposte differite attive delle banche acquisite pienamente usufruibili da Intesa Sanpaolo”.

Quindi, Intesa Sanpaolo, oltre a ricevere la parte buona delle banche venete (la parte cattiva andrà a finire a delle *bad bank*), riceve quasi 5 miliardi di euro cash, garanzie esplicite per 1,5 miliardi, crediti d'imposta per quasi 2 miliardi di euro ed anche un diritto di retrocessione su una parte dei crediti assunti.

I dettagli dell'accordo di cui sopra fanno capire alcune cose importanti:

1. La situazione delle banche venete era molto peggio di quello che si pensava all'epoca dell'intervento del Fondo Atlante, che è stato un lavoro di marketing più che di sostanza;
2. Non c'era nessun'altra banca in Italia che ragionevolmente poteva assumersi il mantello delle banche venete (all'epoca Unicredit aveva molti problemi ancora da sistemare e aveva appena concluso l'aumento di capitale da 13 miliardi di euro);
3. Concedere un *deal* così vantaggioso ad un investitore straniero avrebbe sollevato, con ogni probabilità, notevoli polemiche.

A distanza di un paio di anni, si può guardare l'evoluzione della gestione di Intesa Sanpaolo, riportato nel suo contesto storico. In seguito, dei grafici che riportano l'andamento dell'utile netto e dei dividendi, le imposte liquidate e i crediti lordi a favore della clientela (tutti i dati sono espressi in milioni di euro).



Le osservazioni possono essere diverse, ma dal punto di vista dell'autore, si dovrebbe porre l'attenzione sui seguenti fatti:

- Il dividendo è stato interrotto esclusivamente nel 2009, e nel 2018 ha sfiorato la cifra cospicua di 3,5 miliardi di euro;
- Le imposte (che sono state calcolate combinando il conto economico con il rendiconto finanziario per cercare di stimare quanto realmente è stato liquidato dalla società) sono in calo e, nel 2018 non hanno superato 500 milioni di euro. Nei vecchi tempi, quando l'utile netto della banca era paragonabile con quello attuale, le imposte liquidate erano un multiplo dell'attuale livello;
- I crediti lordi alla clientela, che sono un indice di quanto supporto Intesa Sanpaolo sta dando all'economia italiana sono riusciti a superare i livelli pre-crisi solo dopo l'assunzione dei crediti delle banche venete. Il 2018 ha visto poi una battuta d'arresto, probabilmente a causa della cessione di alcuni crediti deteriorati (non bisogna dimenticare che Intesa Sanpaolo possedeva anche lei dei NPL).

La domanda finale che vale la pena porsi è: con il fatto che la banca è quasi totalmente concentrata sull'Italia e il sistema finanziario italiano paga un certo prezzo per la sua "italianità", è il caso di insistere con il pagamento di dividendi così alti? Trovare altre forme di remunerazione agli azionisti (ad esempio attraverso l'assegnazione di azioni sotto forma di aumenti di capitale gratuiti) avrebbe l'effetto benefico di rafforzare il patrimonio della banca e nel contempo liberare risorse per concedere prestiti alle imprese italiane. Per quanto riguarda il salvataggio delle banche venete, invece, dovrebbe essere molto chiaro che la situazione è stata sistemata con soldi pubblici. Se c'era una strada migliore per sistemare la questione delle banche venete, è difficile dire, ma l'accordo con Intesa Sanpaolo potrebbe essere visto quasi come un premio per la nostra banca più forte. Alla fine, il paese ha bisogno di una banca grande e sana, quindi forse è anche giusto così: si è riusciti a chiudere uno dei capitoli più tristi della crisi finanziaria rafforzando il player più forte.

## *Green economy e Leggi economiche: serve una differente visione.*

*(Note economiche)  
di Gabriele Serafini*

### 1. Premessa.

Fra i ventinove punti di programma del nuovo Governo,<sup>1</sup> ve ne sono almeno 4 nei quali si fa esplicito riferimento alla necessità di attivare investimenti pubblici per aumentare la produttività del sistema economico e sviluppare in senso *Green* il nostro assetto produttivo.<sup>2</sup>

L'intervento dello Stato è in genere dettato da una visione che si propone di migliorare l'andamento dell'economia, senza per questo necessariamente sostituirsi al settore privato, e negli ultimi mesi sembra che stia cambiando l'atteggiamento verso questo aspetto dell'azione pubblica. Il programma del nuovo Governo, in questo senso, ci offre la possibilità di riflettere sulla coerenza fra l'assetto giuridico dell'UE e le leggi economiche in materia di finanza pubblica poste a suo fondamento nonché sugli sforzi scientifici da attuare per modificare la visione e la natura stessa della politica fiscale.

### 2. Politica economica ed effetto spiazzamento.

Il susseguirsi di interventi autorevoli,<sup>3</sup> negli ultimi giorni, spinge a riconsiderare il ruolo della politica fiscale, oltre a quella monetaria, negli sforzi

---

<sup>1</sup> [https://www.huffingtonpost.it/entry/ventinove-punti-il-programma-del-governo-giallo-rosso\\_it\\_5d6fbc4fe4b011080457f321?vb&utm\\_hp\\_ref=it-homepage](https://www.huffingtonpost.it/entry/ventinove-punti-il-programma-del-governo-giallo-rosso_it_5d6fbc4fe4b011080457f321?vb&utm_hp_ref=it-homepage).

<sup>2</sup> Si tratta dei punti 3, 7, 12 e 24.

<sup>3</sup> Vedi: <https://www.lavoce.info/archives/61045/la-politica-monetaria-lascia-la-scena-alla-politica-fiscale/>.

[https://rep.repubblica.it/pwa/intervista/2019/09/12/news/gualtieri\\_via\\_dal\\_deficit\\_gli\\_in\\_vestimenti\\_verdi\\_in\\_tre\\_anni\\_tasse\\_ridotte\\_-235861979/](https://rep.repubblica.it/pwa/intervista/2019/09/12/news/gualtieri_via_dal_deficit_gli_in_vestimenti_verdi_in_tre_anni_tasse_ridotte_-235861979/).

per ottenere un miglioramento della languente situazione economica, nella quale l'Occidente è impantanato da molti anni.

Il limite che è sempre stato posto di fronte alla politica fiscale di stimolo o intervento diretto statale, è costituito dall'indebitamento pubblico che si accompagna in caso di inefficacia dei suoi effetti in termini di crescita economica. Per ovviare alle necessità di un'azione pubblica, negli ultimi trent'anni si è allora ritenuto sufficiente far ricorso alla sola politica monetaria col fine di modificare i tassi di interesse per stimolare la crescita economica mediante la riduzione del costo del denaro per le imprese.<sup>4</sup>

Ad oggi, dopo decenni di questa impostazione, anche a livello internazionale<sup>5</sup> si alzano però, sempre più spesso, voci per rappresentare i limiti di tale intervento parziale e per puntare sul ripescaggio dell'altra metà del giardino della politica economica, quella fiscale. Abbiamo anche potuto ascoltare la recente intervista rilasciata del neo Commissario UE per gli Affari Economici, Paolo Gentiloni, il quale ha chiaramente affermato che "lo stimolo non può venire solo da politiche monetarie ma deve venire anche da politiche di bilancio comuni".<sup>6</sup>

Per procedere oltre queste dichiarazioni d'intenti, rimangono però da affrontare tanto le premesse teoriche per un sostegno alla politica fiscale espansiva, quanto gli strumenti da impiegare per realizzarla. Infatti, la teoria economica dalla quale si cominciano a distaccare gli interventi cui abbiamo fatto riferimento, ritiene che una politica fiscale attiva incontri il limite della mancata crescita economica che inibisce le possibilità di ripagare il debito aggiuntivo emesso per finanziarla. Le misurazioni del livello del Moltiplicatore del reddito cui abbiamo fatto riferimento anche noi negli ultimi interventi su questo Osservatorio, infatti da molti anni hanno fatto propendere le autorità fiscali dell'UE per un contenimento della spesa in deficit. E così, quando sentiamo dire che il debito pubblico è eccessivo, s'intende sia che per esso bisogna pagare troppi interessi passivi, sia che lo Stato per poterlo finanziare deve offrire tassi di interesse adeguatamente alti.

---

<sup>4</sup> Anche il recente intervento del Presidente Mario Draghi, lo scorso 12 settembre, responsabile della sola politica monetaria UE, è stato in questa direzione.

<sup>5</sup> <https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-must-relax-budget-deficit-rules-by-olivier-blanchard-2019-06?barrier=accesspaylog>

<sup>6</sup> <http://www.rai.it/dl/RaiTV/programmi/media/ContentItem-9cobb849-761c-4f10-b518-364997d3b5e9-tg1.html>

Gli interessi passivi sono del resto una delle voci della spesa pubblica e un livello di debito più alto impegna maggiori risorse dello Stato, riducendo le possibilità di spese alternative. E tale questione è squisitamente contabile. Più rilevante dal punto di vista economico, è invece il problema degli alti tassi d'interesse passivi sul debito pubblico. Connesso con la dimensione del debito, infatti, secondo la teoria economica a fondamento dell'UE, esiste il problema del cosiddetto "spiazzamento" del settore privato dell'economia. Ci si riferisce tanto alla offerta dei titoli pubblici, per i quali si deve trovare un corrispondente risparmio privato che non sarebbe quindi destinato a finanziare le imprese private, quanto al livello adeguato dei tassi di interesse che lo Stato è costretto a offrire ai risparmiatori per convincerli a sottoscrivere il debito stesso. Un alto debito richiede relativamente alti tassi d'interesse che, influenzando i tassi vigenti anche nel settore privato, rischiano di penalizzare le imprese costringendole a sostenere un costo più alto per il denaro preso in prestito. A questo si aggiunge il fatto che la mobilità internazionale dei capitali fa sì che non contino solamente i tassi di interesse interni ma anche quelli contemporaneamente vigenti negli altri stati, *in primis* quelli che adottano la stessa moneta; è il problema sintetizzato nell'osservazione del cosiddetto spread BTP-Bund. Come risultato di questi effetti, se le imprese hanno meno risparmi cui attingere e vedono aumentare il costo dei propri prestiti, investono di meno e peggiora la salute dell'economia.

### 3. Politiche fiscali e normativa europea.

Questi che abbiamo indicato sono i motivi per cui l'impianto giuridico dell'Unione Europea ha creato sia la procedura d'infrazione per debito eccessivo che quella per deficit eccessivo. Ora: se questa catena di conseguenze è ritenuta valida, una politica fiscale espansiva può essere coerente solo se si individuano i settori economici nei quali investire che violino queste leggi economiche e si riesca a realizzare effettivamente un'espansione dell'economia. In aggiunta, dovendo anche individuare delle forme di finanziamento tali da inibire il rischio di spiazzamento del settore privato. Se questi sono i concetti in campo, si intuiscono i motivi per i quali si fa riferimento agli investimenti in innovazioni tecnologiche ed ecosostenibili e all'introduzione di sistemi di finanziamento che mettano insieme i bilanci dei

Paesi europei, per considerare come debito pubblico comune a tutti gli stati, il debito emesso per finanziare quelle attività. La questione enunciata da più parti in questo modo sembra quindi coerente. Tuttavia, a nostro avviso, non lo è.

La riflessione economica, infatti, non ha ancora creato il tassello che manca, ossia un dispositivo teorico in grado di essere recepito in ambito giuridico, che sia fondato sugli investimenti e sulle forme di finanziamento adeguate a far crescere l'economia senza una relativa crescita del debito pubblico.

Una delle ipotesi sul piatto della nuova Commissione UE, infatti, riguarda solo l'aspetto normativo e indica l'eventualità di tenere fuori dal conteggio del deficit o del debito eccessivi quella parte della spesa pubblica effettuata in innovazione e/o in *green economy*. Ma questa è un'ipotesi economicamente sensata solo aggiungendo alla catena di relazioni che va dalla spesa pubblica al debito pubblico e allo spiazzamento, anche il riconoscimento di un'ulteriore *qualità* dell'intervento pubblico che non determinerebbe quegli effetti. Se si ritiene che la spesa pubblica non sia tutta uguale perché i suoi effetti dipendono dal settore d'investimento e dalle modalità del suo finanziamento, è cioè necessario ipotizzare modelli economici nei quali vi sia coesistenza fra differenti tipologie di investimenti e di forme di finanziamento, con differenti effetti di politica fiscale. Ritenendo che una determinata spesa pubblica sia in grado di generare una crescita economica tale da ripagarne il costo, non sarebbe infatti necessario escludere quella spesa pubblica dal conteggio del deficit o debito eccessivi, in quanto il deficit ed il debito sarebbero solo temporanei. Se, invece, si ritiene di dover estromettere dal conteggio del deficit e debito eccessivi quelle spese, si rivela che gli effetti economici attesi sono gli stessi effetti inefficaci di sempre ma che, per qualche ragione politica, si ritiene di doverli realizzare comunque.

La valutazione della spesa pubblica inserita nei Trattati dell'UE, infatti, a tutt'oggi riguarda ancora esclusivamente la sua *dimensione* e non la sua *qualità*. Questo è il motivo, ad esempio, per cui già nelle prime fasi della progettazione della Legge di bilancio per il 2019, elaborata dal precedente Governo italiano, la proposta di finanziare la spesa pubblica con un deficit crescente aveva incontrato l'immediato parere scritto contrario da parte dell'UE, nonostante non fosse ancora identificata la qualità della spesa da realizzare con quel deficit.

Ecco, allora, che le ipotesi avanzate oggi circa l'opportunità dell'esclusione dal conteggio del deficit/debito eccessivi, degli investimenti in *green economy*,<sup>7</sup> sono indicative delle eventuali necessità di individuare per loro un supporto teorico.<sup>8</sup> Tuttavia, anche se queste ipotesi contraddicono la teoria sulla quale si fondano le stesse procedure, riteniamo che esse rappresentino l'avvio di una battaglia appena iniziata per coniugare politica e crescita economica, che non si baserà sulla coerenza o meno delle politiche rispetto alle norme dell'UE. Essa si svolgerà, invece, ancora per qualche anno, fra i falchi e le colombe del rigorismo sui conti pubblici, anche se il vero nodo da sciogliere è prettamente teorico.

Così come l'attuale impostazione dell'UE deriva dalle leggi economiche radicate nelle menti e trascritte nei trattati degli ultimi trenta anni, infatti, un superamento delle limitazioni imposte alle politiche fiscali non potrà derivare dai propositi di nascondere coscientemente una parte del deficit ma solo da un differente convincimento circa la natura degli interventi di politica economica da realizzare. Pertanto, la battaglia fra "rigoristi" e "flessibilisti" è tipica dell'attuale periodo storico nel quale domina ancora teoricamente l'avversione all'intervento statale, e costituisce quindi solo la prima parte della vera battaglia che si stabilirà successivamente.

Essa si sarà inizialmente combattuta fra coloro i quali ritengono che il sistema economico non possa essere stimolato adeguatamente ma solo distorto dalla politica fiscale e coloro i quali ritengono che il sistema economico abbia superato l'organizzazione concorrenziale tipica del rapporto fra piccole imprese e necessiti per questo di un'organizzazione differente.

Solo successivamente, i modelli economici tipici della fase che inizierà fra qualche anno non potranno più essere semplicemente di impostazione keynesiana (maggior deficit che si ripaga con la crescita economica) o neoclassica (un maggior deficit sarà ripagato da maggiori imposte). I modelli

---

<sup>7</sup> <https://www.ilfattoquotidiano.it/2019/09/12/manovra-la-strada-verde-verso-la-flessibilita-governo-lavora-a-una-regola-ue-che-escluda-gli-investimenti-green-dal-calcolo-del-deficit/5448042/>

<sup>8</sup> Oltre che della opportunità di favorire un ammodernamento degli impianti della Germania, che negli ultimi anni è nota per non aver proceduto a investire per mantenere i propri impianti esistenti. Certo che, se uno dei Paesi che più si batte per rispettare le leggi economiche di finanza pubblica, prima non ammortizza gli impianti e poi propone di escludere dal rispetto delle leggi economiche gli investimenti più adeguati per sé, viene da pensare che quelle leggi economiche non siano ritenute valide, oppure che si propongono soluzioni strumentali a proprio vantaggio. Oppure ancora, più coerentemente, entrambe le cose.



teorici successivi saranno invece incentrati necessariamente sul superamento di questa dicotomia economica alla quale corrisponde la dicotomia politica rigorismo-flessibilità.

Ogni sistema economico differente genera teorie economiche differenti, e se ad oggi, come abbiamo già più volte scritto su questo Osservatorio,<sup>9</sup> il sistema economico si caratterizza per la necessità di un maggiore coordinamento delle politiche, quanto meno a livello continentale, alla disputa politica che comincia ad emergere corrisponderà fra qualche tempo una nuova disputa teorica anche in campo economico. Nella sua fase più avanzata, essa si svolgerà quindi fra coloro i quali rimarranno incastrati fra liberismo e interventismo<sup>10</sup> e coloro i quali dichiareranno immediatamente nuove prospettive, nate dalla situazione economica attuale, ed anche senza farvi diretto riferimento.

Se, come riteniamo, le idee nascono dalla realtà concreta, e non viceversa, sarà quindi bene cominciare a studiare con occhi diversi la struttura economica integrata nella quale siamo già completamente immersi, perché solo dalla comprensione dei *limiti al* suo sviluppo emergeranno le *soluzioni per* il suo sviluppo.

---

<sup>9</sup> Vedi, ad esempio: Serafini G (2019), “Immigrazione e superamento della concorrenza”, *Quaderno di ricerca. Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*, anno 9, n. 2, pp. 36-43. Mazziero Research, Vanzago; Id (2019), “Il convitato di pietra del reddito di cittadinanza”, *Quaderno di ricerca. Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*, anno 9, n. 1, pp. 42-52. Mazziero Research, Vanzago.

<sup>10</sup> Ricordiamo che tale disputa risale, nelle prime forme teoricamente compiute, agli anni Venti-Trenta del Novecento.

## Conclusioni

La produzione industriale non dà segni di recupero e insieme a una domanda estera in calo determina un PIL trimestrale stagnante. Potrebbe mostrare un lieve rimbalzo nel 3° trimestre, segnando un deludente +0,1% grazie alla ricostituzione parziale delle scorte in calo ormai da quattro trimestri.

Il debito pubblico non accenna a diminuire e, come previsto, ha superato la soglia dei 2.400 miliardi segnando un nuovo record assoluto: in soli sedici mesi è passato da 2.310 a 2.410 miliardi. Con tale aumento in termini assoluti, in presenza di un PIL che non cresce e di un'inflazione in calo è abbastanza probabile che anche i rapporti debito/PIL e deficit/PIL andranno a crescere.

L'unica nota positiva riguarda l'abbassamento dello spread e del rendimento dei titoli di Stato; si potrà così determinare una sensibile riduzione della spesa per interessi già a partire da quest'anno e ancor più l'anno prossimo a patto che le condizioni restino costanti.

Questo risparmio faciliterà il reperimento di risorse per neutralizzare le clausole di salvaguardia che farebbero scattare l'aumento dell'IVA nel 2020. Quasi certamente saranno misure non strutturali e quindi rimanderanno il problema di un anno senza risolverlo, con cifre ancor più ardue da sterilizzare.

### **Nota per la distribuzione**

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

### **Invito ad approfondire**

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

## *Sommario delle stime Mazziere Research*

### ***Debito Pubblico***

*La stima ad agosto 2019*

**2.405 miliardi (lieve calo)**

Intervallo confidenza al 95%: **2.401 – 2.409 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 ottobre 2019

*La stima a dicembre 2019*

**Compreso tra 2.375 e 2.397 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà febbraio 2020

### ***Spesa per Interessi***

*Spesa per interessi lorda da gennaio a luglio: 35,2 miliardi.*

*Stima Mazziere Research spesa lorda a fine anno: 67,6 miliardi.*

*Spesa per interessi netta da gennaio a marzo: 12,1 miliardi,*

*Stima Mazziere Research spesa netta a fine anno: 62,9 miliardi.*

*Nota esplicativa: Per spesa per interessi lorda si intende l'esborso per interessi come risultante dal conto di cassa della Ragioneria Generale; per spesa per interessi netta si intende il conguaglio tra interessi attivi e passivi e riportato nelle statistiche ufficiali dell'Istat.*

### ***Nuovo QE della BCE***

*Stima acquisto mensile di titoli di Stato italiani: 2,45 miliardi*

### ***Variatione PIL***

*Stima PIL 2019: +0,1%*

*Stima PIL 3° trimestre 2019: +0,1%*

*Stima PIL 4° trimestre 2019: +0,1%*

***Possibili revisioni:*** La produzione industriale resta debole, se questa condizione dovesse mantenersi inalterata o peggiorare nell'intensità si procederà ad abbassare la stima PIL per il 3° trimestre.

*La stima è formulata in base a una serie di fattori, verrà rivista periodicamente e pubblicata sul sito Mazziere Research.*

## Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*  
Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*  
Banca d'Italia, *Audizione preliminare all'esame Documento di economia e finanza 2019*, 16 aprile 2019  
Banca d'Italia, *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*  
Banca d'Italia, *La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane 2005-2017*, 9 maggio 2019  
Banca d'Italia, *Relazione annuale*  
Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico  
Banca d'Italia, *Debito delle Amministrazioni locali*  
Banca d'Italia, *Bollettino Economico*  
Banca d'Italia, *Moneta e Banche*  
Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*  
Banca d'Italia, *Tassi di interesse*  
Centro Studi Confindustria, *Congiuntura Flash*  
Centro Studi Confindustria, *Scenari economici*  
Centro Studi Confindustria, *Indagine rapida sulla produzione industriale*  
Corte dei conti, *Audizione della Corte sul Documento di economia e finanza 2019*, 16 aprile 2019  
DBRS, *DBRS Confirms Republic of Italy at BBB (high), Stable Trend*, 12 luglio 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 6 settembre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Italy at 'BBB'; Outlook Negative*, 9 agosto 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Greece at 'BB-'; Outlook Stable*, 2 agosto 2019  
Fitch, *Fitch Revises Malta's Outlook to Positive; Affirms at 'A+'*, 12 luglio 2019  
Fitch, *Fitch Upgrades Croatia to 'BBB-': Outlook Positive*, 7 giugno 2019  
Fitch, *Fitch Upgrades Croatia to 'BBB-': Outlook Positive*, 7 giugno 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'*; Outlook Positive, 31 maggio 2019  
Fitch, *Fitch Revises Portugal's Outlook to Positive; Affirms at 'BBB'*, 24 maggio 2019  
Fitch, *Fitch Affirms the Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 26 aprile 2019  
Fitch, *Fitch Maintains the UK on Rating Watch Negative*, 26 aprile 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Latvia at 'A-'; Outlook Stable*, 12 aprile 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Cyprus at 'BBB-'; Outlook Stable*, 12 aprile 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Estonia at 'AA-'; Outlook Stable*, 5 aprile 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA-'; Outlook Stable*, 5 aprile 2019  
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*  
Inps, *Osservatorio sul precariato*  
Istat, *La ricchezza non finanziaria in Italia 2001-2017*, 1 febbraio 2019  
Istat, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2019*, 16 aprile 2019  
Istat, *Annuario Statistico*  
Istat, *Commercio al dettaglio*  
Istat, *Conti Economici Nazionali*  
Istat, *Conti Economici Trimestrali*  
Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*  
Istat, *Indicatori Demografici*  
Istat, *Il mercato del lavoro*

Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*  
 Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*  
 Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*  
 Istat, *Occupati e disoccupati*  
 Istat, *Pil e indebitamento AP*  
 Istat, *Prezzi al consumo*  
 I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*  
 Istat, *Produzione industriale*  
 Istat, *Stima preliminare del Pil*  
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza 2019*, 9 aprile 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 upgrades Malta's ratings to A2, stable outlook*, 19 luglio 2019  
 Moody's, *Moody's affirms Latvia's A3 ratings, maintains stable outlook*, 10 maggio 2019  
 Moody's, *Moody's affirms Estonia's A1 rating, maintains stable outlook*, 31 maggio 2019  
 Moody's, *Moody's changes Slovenia's outlook to positive from stable, affirms Baa1 ratings*, 26 aprile 2019  
 Moody's, *Moody's changes Croatia's outlook to positive from stable; affirms Ba2 ratings*, 26 aprile 2019  
 Scope Ratings, *Italian regions' autonomy plans weigh on predictability of the country's fiscal framework*, 29 aprile 2019  
 Standard & Poor's, *Portugal Outlook To Positive On Strong Policy Commitment, More Resilient External Position; 'BBB/A-2' Ratings Affirmed*, 13 settembre 2019  
 Standard & Poor's, *Denmark Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 6 settembre 2019  
 Standard & Poor's, *Slovenia Ratings Raised To 'AA-/A-1+' On Sound Macroeconomic Fundamentals; Outlook Stable*, 14 giugno 2019  
 Standard & Poor's, *Italy 'BBB/A-2' Ratings Affirmed; Outlook Negative*, 26 aprile 2019  
 Standard & Poor's, *United Kingdom Ratings Affirmed At 'AA/A-1+'; Outlook Remains Negative*, 26 aprile 2019  
 Standard & Poor's, *European Financial Stability Facility 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 26 aprile 2019  
 Standard & Poor's, *Greece 'B+/B' Ratings Affirmed; Outlook Positive*, 26 aprile 2019  
 Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 12 aprile 2019  
 Standard & Poor's, *France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 5 aprile 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 Documento di economia e finanza 2019*, 16 aprile 2019

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

## **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 Preside della Facoltà di Business and Management e Senior Lecturer in History of Economic Thought presso la NCI – University in London (UK). È inoltre ricercatore e docente di Storia del pensiero economico e Statistica presso il corso di Laurea Magistrale in Scienze dell'Economia e in Master di secondo livello dell'Università degli Studi Niccolò Cusano di Roma. I suoi interessi scientifici concernono le teorie della produzione e distribuzione della ricchezza, 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, 19 settembre 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 Mazziere Research

|   |                   |
|---|-------------------|
| <i>Italia 1 trim 2019: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 22 maggio 2019    |
| <i>Italia: economia a fine 2018</i>               | 20 febbraio 2019  |
| <i>Italia 3 trim 2018: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 21 novembre 2018  |
| <i>Italia: economia a metà 2018</i>               | 20 settembre 2018 |
| <i>Italia 1 trim 2018: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 22 maggio 2018    |
| <i>Italia: economia a fine 2017</i>               | 21 febbraio 2018  |
| <i>Italia 3 trim 2017: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 29 novembre 2017  |
| <i>Italia: economia a metà 2017</i>               | 20 settembre 2017 |
| <i>Italia 1 trim 2017: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 25 maggio 2017    |
| <i>Italia: economia a fine 2016</i>               | 20 febbraio 2017  |
| <i>Italia 3 trim 2016: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 17 novembre 2016  |
| <i>Italia: economia a metà 2016</i>               | 19 settembre 2016 |
| <i>Italia 1 trim 2016: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 16 maggio 2016    |
| <i>Italia: economia a fine 2015</i>               | 17 febbraio 2016  |
| <i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 16 novembre 2015  |
| <i>Italia: economia a metà 2015</i>               | 16 settembre 2015 |
| <i>Italia 1 trim 2015: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 18 maggio 2015    |
| <i>Italia: economia a fine 2014</i>               | 16 febbraio 2015  |
| <i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 17 novembre 2014  |
| <i>Italia: economia a metà 2014</i>               | 15 settembre 2014 |
| <i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 19 maggio 2014    |
| <i>Italia: economia a fine 2013</i>               | 17 febbraio 2014  |
| <i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 18 novembre 2013  |
| <i>Italia: economia a metà 2013</i>               | 10 settembre 2013 |
| <i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 16 maggio 2013    |
| <i>Italia: economia a fine 2012</i>               | 18 febbraio 2013  |
| <i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 20 novembre 2012  |
| <i>Italia: economia a metà 2012</i>               | 10 settembre 2012 |
| <i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 11 giugno 2012    |
| <i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>         | 18 febbraio 2012  |
| <i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito &amp; Co.</i>  | 13 dicembre 2011  |
| <i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i> | 16 agosto 2011    |
| <i>Italia 1q2011: Pil, debito &amp; Co.</i>       | 17 maggio 2011    |
| <i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>  | 29 marzo 2011     |

## Pubblicazioni speciali della Mazziere Research

*Speciale NaDEF 2018*

8 ottobre 2018

# QUADERNO DI RICERCA

*Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

Anno IX, Numero 3; ISSN 2283-7035

## Italia economia a metà 2019

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2019