

**QUADERNO DI RICERCA**

**MAZZIERO RESEARCH**

**Anno X - Numero 2**

Copyright ©2020

***Italia 1 trim 2020  
Pil debito & Co***

**Osservatorio trimestrale  
sui dati economici italiani**

Rivista scientifica  
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

*STUDIO GRAFICO COPERTINA*  
*Martina Amato*  
*martina.amato@ied.edu*

## Sommario

Il barometro dell'economia italiana	Pag. 5
Introduzione	Pag. 7
I rating	Pag. 8
<i>5 case di rating: 2 conferme, 1 declassamento e 2 outlook rivisti in negativo</i>	Pag. 9
Il debito pubblico	Pag. 10
<i>Un decennio di sottovalutazione del debito ed ora arriva il conto</i>	Pag. 10
<i>Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2020</i>	Pag. 11
<i>Le garanzie sono un problema ancor più grande del debito</i>	Pag. 12
Le entrate e le uscite	Pag. 13
<i>Già a marzo il conto è salato</i>	Pag. 13
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 14
<i>Marzo 2020: i rendimenti sui titoli di Stato tornano a salire</i>	Pag. 14
<i>Stima Spesa per interessi sino a fine 2020</i>	Pag. 15
Gli acquisti della BCE	Pag. 18
<i>La sentenza tedesca e la capital key della BCE</i>	Pag. 20
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 20
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 21
<i>Stima PIL 2020</i>	Pag. 22
<i>PIL: un calo senza precedenti</i>	Pag. 23
<i>Produzione industriale e commercio al dettaglio</i>	Pag. 24
La disoccupazione	Pag. 26
<i>Composizione del mondo del lavoro</i>	Pag. 26
<i>Una minore disoccupazione effimera</i>	Pag. 27
<i>Cassa integrazione: ancora non vi sono peggioramenti legati al Covid-19</i>	Pag. 28
L'inflazione	Pag. 29
<i>Perché mai parlare di inflazione?</i>	Pag. 29
<i>In realtà l'inflazione c'è</i>	Pag. 30
Approfondimenti	Pag. 31
<i>Il commento di Andrew Lawford:</i>	
<i>La riapertura e la tragedia dei beni comuni</i>	Pag. 31
<i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i>	
<i>La "Sovranità del consumatore" alla prova del COVID-19</i>	Pag. 34
Conclusioni	Pag. 39
Sommario delle stime Mazziario Research	Pag. 41
Bibliografia	Pag. 43

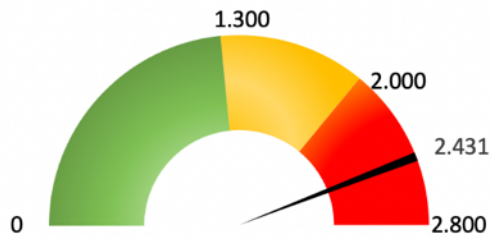
**Per l'Osservatorio:** Maurizio Mazziario; **Per gli Approfondimenti:** Andrew Lawford e Gabriele Serafini  
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

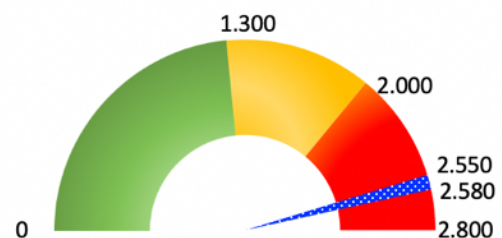
# Il barometro dell'economia italiana

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

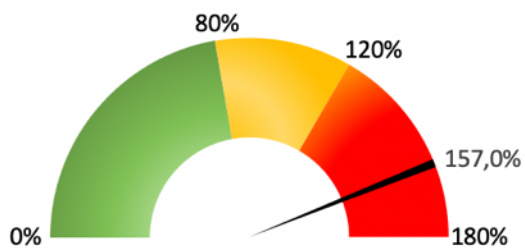
Debito pubblico a marzo 2020 (€mld)



Debito pubblico stima a fine 2020 (€mld)



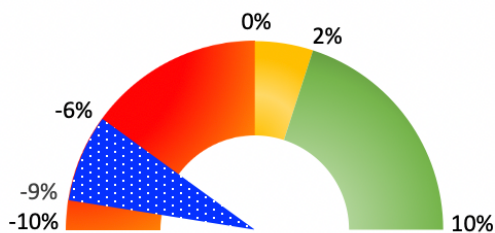
Stima Debito/PIL 2020



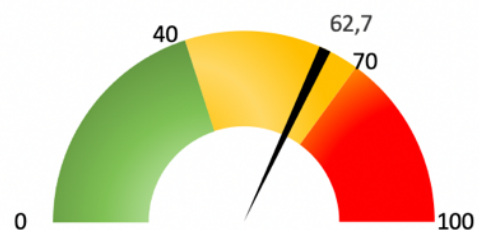
Stima Deficit/PIL 2020



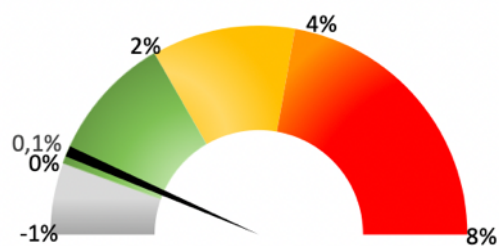
Stima var. PIL Annuale 2020



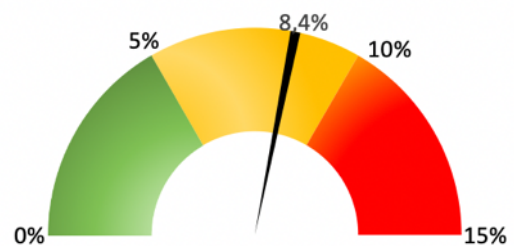
Stima spesa interessi 2020 (€mld)



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.

*Nessuno sa quando una qualsiasi palla di neve  
può provocare una valanga*  
Václav Havel

## **Introduzione**

Non curarsi del debito è un atteggiamento miope, vale per una famiglia e vale per uno Stato.

Le condizioni possono mantenersi sotto controllo per lungo tempo, tanto da riuscire sempre a risolvere sul filo del rasoio la situazione di insolvibilità. Il tempo in cui tale condizione si protrae contribuisce a mantenerci nella convinzione che si sistemerà tutto. Sempre. Fino a quando un banale evento ci potrà buttare nel baratro.

La fortuna che ci assiste non ci ha ancora portato in questa condizione, adorata o criticata che sia la presenza in Europa ci ha fornito un paracadute. Ma è sufficiente guardare in queste pagine il grafico del debito/PIL con le mancate promesse di riduzione per capire come in solo un anno il quadro si sia reso estremamente più rischioso.

Oggi i mercati si mantengono comprensivi solo per il fatto che l'Europa sta varando una serie di misure di sostegno. La BCE sta acquistando i nostri titoli di Stato a ritmi elevati. Il Governo ha varato provvedimenti imponenti, anche se il nostro deterioramento economico richiederebbe ancor di più.

È ormai evidente che i conti pubblici subiranno una deriva senza precedenti, con rischi di cui occorre essere pienamente consapevoli.

Dovrà esserne consapevole la politica, che dovrà senza indugio esplicitare piani credibili di rientro, riforme fiscali e semplificazioni della burocrazia.

Dovranno essere consapevoli i cittadini che dovranno rendersi conto dell'inganno di chi propone misure insostenibili.

È il momento che l'orchestrina sul Titanic smetta di suonare e vada verso le scialuppe.

*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-	Neg	Aa3	Stab	AA high	Stab	AA	Neg
Cipro	BBB-	Stab	BBB-	Stab	Ba2	Pos	BBB low	Stab	BBB-	Stab
Croazia	BBB-	Stab	BBB-	Stab	Ba2	Pos			BBB-	Stab
Danimarca	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Estonia	AA-	Pos	AA-	Stab	A1	Stab	AA low	Stab	AA-	Stab
Finlandia	AA+	Stab	AA+	Stab	Aa1	Stab	AA high	Stab	AA+	Stab
Francia	AA	Stab	AA	Neg	Aa2	Stab	AAA	Neg	AA	Stab
Germania	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Grecia	BB-	Stab	BB	Stab	B1	Stab	BB low	Stab	BB	Pos
Irlanda	AA-	Stab	A+	Stab	A2	Stab	A high	Pos	A+	Pos
Italia	BBB	Neg	BBB-	Stab	Baa3	Stab	BBB high	Neg	BBB+	Neg
Lettonia	A+	Stab	A-	Neg	A3	Stab	A low	Pos	A-	Stab
Lussemburgo	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Malta	A-	Stab	A+	Stab	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	Stab	BBB	Stab	Baa3	Pos	BBB high	Stab	BBB+	Stab
Regno Unito	AA	Neg	AA-	Neg	Aa2	Neg	AAA	Stab	AA	Neg
Slovacchia	A+	Stab	A	Stab	A2	Stab	A high	Stab	A+	Neg
Slovenia	AA-	Stab	A	Stab	Baa1	Pos	A high	Stab	A	Stab
Spagna	A	Stab	A-	Stab	Baa1	Stab	A	Pos	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

- 24 gennaio 2020, Fitch promuove la Grecia a BB, con outlook positivo.
- 7 febbraio 2020, Fitch conferma l'Italia a BBB, con outlook negativo.
- 21 febbraio 2020, Moody's declassa la Francia ad Aa2, con outlook stabile.
- 21 febbraio 2020, S&P promuove la Lettonia ad A+, con outlook stabile.
- 21 febbraio 2020, S&P conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 6 marzo 2020, S&P conferma Cipro a BBB-, con outlook stabile.
- 6 marzo 2020, S&P conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 6 marzo 2020, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 27 marzo 2020, Moody's conferma la Svezia ad Aaa, con outlook stabile.
- 27 marzo 2020, Fitch declassa il Regno Unito ad AA-, con outlook negativo.
- 28 aprile 2020, Fitch declassa l'Italia a BBB-, con outlook stabile.
- 8 maggio 2020, DBRS conferma l'Italia a BBB high, ma con outlook negativo.
- 15 maggio 2020, Scope conferma l'Italia a BBB+, ma con outlook negativo.



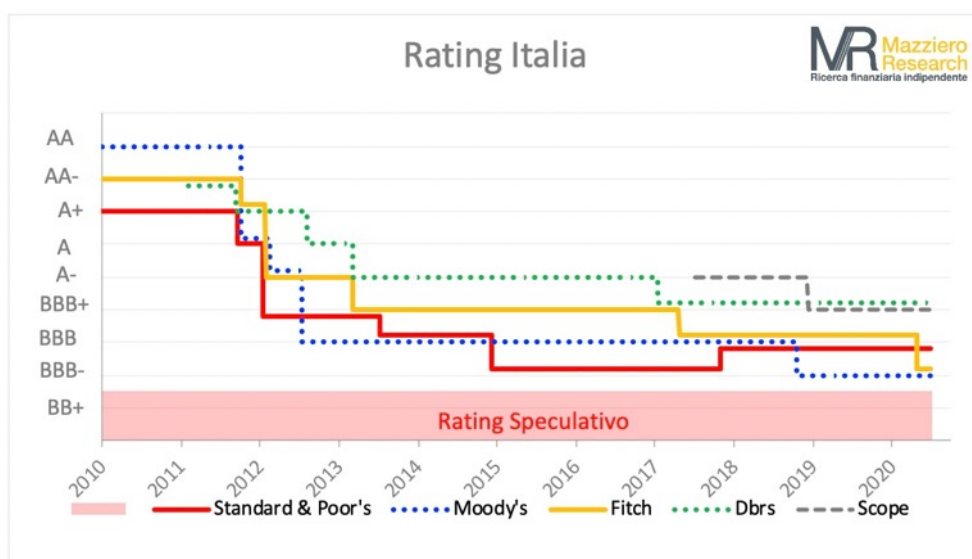


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi  
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

## L'analisi

### 5 case di rating: 2 conferme, 1 declassamento e 2 outlook rivisti in negativo

Questo il riassunto del posizionamento delle case di rating sull'Italia che nelle motivazioni riportano tutte le medesime considerazioni, ma nelle valutazioni ciascuna ricerca attentamente il proprio posizionamento strategico.

Ed è così che abbiamo due case (minori) benevole verso l'Italia, che per restare credibili portano l'outlook in negativo (DBRS e Scope), due case che sospendono il giudizio (Standard & Poor's e Moody's, ma quest'ultima in passato si era già portata avanti attribuendo un rating a ridosso del livello spazzatura) e una che per paura di restare indietro (Fitch) anticipa il giudizio con una decisione a sorpresa e si porta a ridosso del livello spazzatura.

A questo punto chi sembra restare indietro è Standard & Poor's che potrebbe rompere gli indugi ed abbassare a BBB- la valutazione.

In questa partita a scacchi le agenzie sono state sollevate dal pericolo di provocare pericolosi baratri, visto che la BCE in qualche modo ci "metterà una pezza", ma quali potrebbero essere le conseguenze di un livello spazzatura sui panieri di investimento? È una domanda che speriamo resti tale, senza dover scoprire la risposta nella realtà.

Data di valutazione	Agenzia	Rating attuale	Outlook	Stabilito in data	Esito	Nuovo rating
07/02/20	Fitch	BBB	Negativo	31/08/18	Confermato	BBB negativo
24/04/20	Standard & Poor's	BBB	Negativo	26/10/18	Confermato	BBB negativo
Non programmata	28/04/20 Fitch	BBB	Negativo	31/08/18	Declassato	BBB- stabile
08/05/20	Moody's	Baa3	Stabile	19/10/18	Non aggiornato	Baa3 Stabile
08/05/20	DBRS	BBB high	Stabile	13/01/17	Outlook negativo	BBB high negativo
15/05/20	Scope	BBB+	Stabile	07/12/18	Outlook negativo	BBB+ negativo
10/07/20	Fitch	BBB-	Stabile	28/04/20		
23/10/20	Standard & Poor's	BBB	Negativo	26/10/18		
30/10/20	DBRS	BBB high	Negativo	08/05/20		
30/10/20	Scope	BBB+	Negativo	15/05/20		
06/11/20	Moody's	Baa3	Stabile	19/10/18		
04/12/20	Fitch	BBB	Negativo	28/04/20		

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

## Il debito pubblico

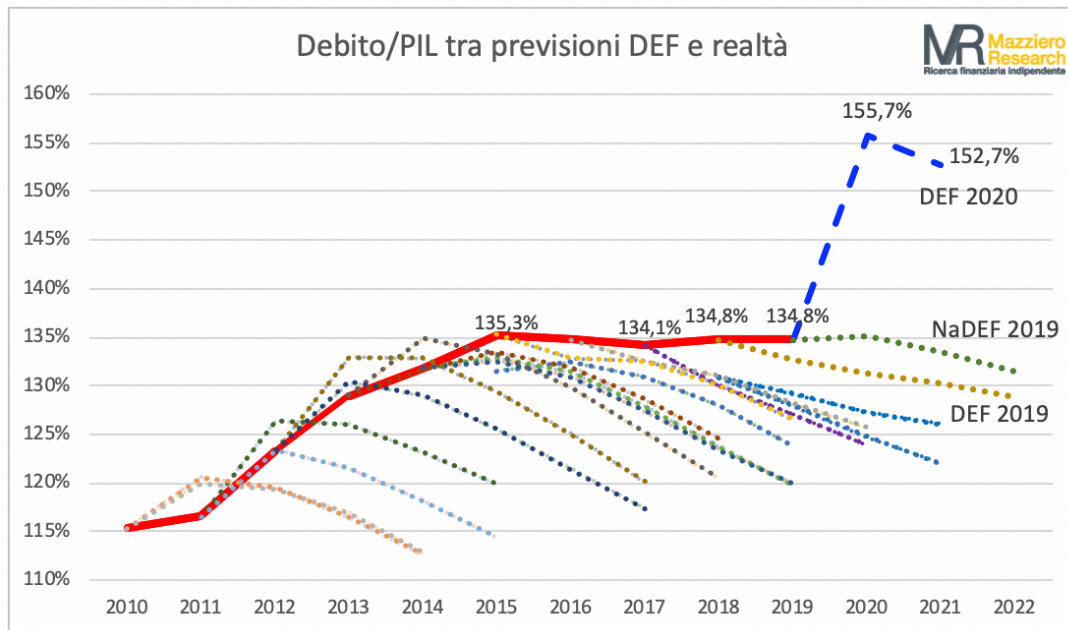


Figura 2: Profili stimati e realizzati di riduzione del debito  
(Elaborazione Mazziero Research su dati del MEF)

### I fatti

- Debito a marzo 2020: 2.431 miliardi; record storico 2.467 miliardi a luglio 2019.
- Nei primi 3 mesi il debito è salito di 21 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2019, è di 44.118 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 1.077 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 ad oggi il debito è aumentato del 80%, mentre il PIL nominale è aumentato del 49%.

### L'analisi

#### Un decennio di sottovalutazione del debito ed ora arriva il conto

La **Figura 2** è l'emblema della incapacità della politica italiana di governare amministrando le risorse secondo principi di sostenibilità. Alla guida del Paese si sono alternati tutti gli schieramenti politici, ma il risultato è ben rappresentato dalla linea rossa e da tutte le linee sottili tratteggiate che indicano le intenzioni di ridurre il debito: promesse mai realizzate. La linea blu tratteggiata indica quello che ci aspetta secondo il DEF e su cui la Mazziero Research presenta stime leggermente peggiori.

Siamo tutti d'accordo che una pandemia è un evento estremo, non prevedibile e di natura globale, ma il buon senso avrebbe dovuto in passato spingere a regole di spesa prudenti, per consentire di accantonare risorse per i tempi difficili che ciclicamente arrivano.

Nulla di ciò è stato fatto e la colpa a questo punto non è solo della politica, ma anche dei cittadini che troppo spesso si fanno ammaliare da chi promette il "Paese dei balocchi".

### Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2020

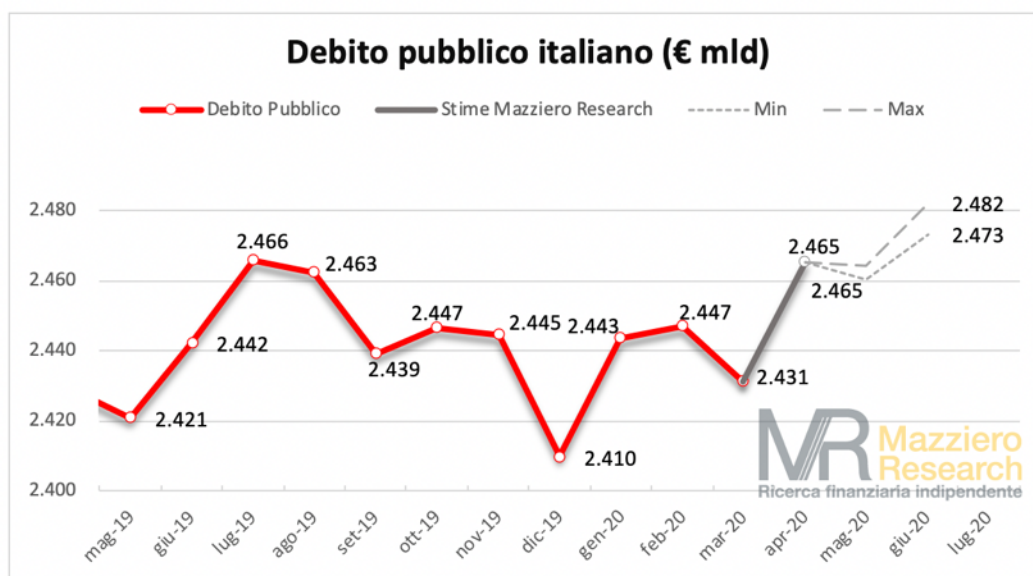


Figura 3: Evoluzione debito pubblico e stime a giugno 2020  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

#### La stima ad aprile 2020

**2.465 miliardi (forte aumento)**

Intervallo confidenza al 95%: **2.456 – 2.474 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 giugno 2020

#### La stima a giugno 2020

**Compreso tra 2.473 e 2.482 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 agosto 2020

#### La stima a dicembre 2020

**Compreso tra 2.550 e 2.580 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà febbraio 2021

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
2018	Stime MR	2.346	2.354	2.358	2.368	2.364	2.389	2.406	2.464	2.436	2.445	2.450	2.421
	Dato Ufficiale	2.358	2.364	2.359	2.373	2.365	2.386	2.410	2.463	2.439	2.447	2.445	2.409
	Δ (Uff - Stima)	12	10	1	5	1	-3	4	-1	3	2	-5	-12
2020	Stime MR	2.449	2.454	2.423	2.465								
	Dato Ufficiale	2.443	2.447	2.431									
	Δ (Uff - Stima)	-6	-7	8									

Tabella 3: Affidabilità delle stime Mazziere Research sul debito pubblico  
La linea rossa indica il momento di revisione del valore del debito da Eurostat

(Milioni di Euro)	2019		2020	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico	Delta debito
Gennaio	2.421.078	40.136	2.444.170	34.329
Febbraio	2.420.733	-346	2.446.892	2.722
Marzo	2.416.092	-4.641	2.431.059	-15.832
Aprile	2.430.424	14.332		
Maggio	2.421.969	-8.455		
Giugno	2.443.976	22.006		
Luglio	2.467.442	23.467		
Agosto	2.464.088	-3.355		
Settembre	2.441.157	-22.931		
Ottobre	2.448.245	7.088		
Novembre	2.446.256	-1.990		
Dicembre	2.409.841	-36.414		
<b>Totale</b>		<b>28.899</b>		<b>21.218</b>

Tabella 4: Evoluzione del debito pubblico mensile nel biennio 2019-20  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### Le garanzie sono un problema ancor più grande del debito

Al di là del debito, ciò di cui nessuno parla e che rappresenta un enorme rischio di natura imponderabile sono le garanzie concesse dallo Stato per la concessione di finanziamenti, principalmente all'industria e in particolare alle PMI.

Occorre specificare che le garanzie si distinguono in standard o *una tantum*, mentre le prime vengono parzialmente registrate nell'indebitamento in base a calcoli prudenziali sulla probabilità di escussione, le seconde vengono prestate in base a valutazioni che rendono difficile calcolare il rischio associato e quindi le eventuali escussioni entrano nell'indebitamento netto solo qualora abbiano effettivamente luogo (Si veda anche Audizione Corte dei Conti sul DEF citata in Bibliografia).

Le garanzie a fine 2019 erano pari a 87,7 miliardi (pari al 4,9% del PIL), in aumento dai 74,4 miliardi del 2018 (pari al 4,2% del PIL). Nel 2020 si prevede la concessione di ulteriori garanzie per 750 miliardi, oltre ai 90 miliardi precedenti, con un impatto sull'indebitamento che nel DEF risulta essere inferiore ai 3 miliardi.

Considerando che secondo il Rapporto Cerved 2019 (si veda Bibliografia) il rischio di default per le PMI è intorno all'11,5%, potremmo considerare plausibile un livello di escussioni a 24-36 mesi pari al 10%.

Questo ci porterebbe a un ulteriore fardello di debito di circa 80 miliardi, che al momento non viene contemplato da nessun analista. Qualora la ripresa come in passato, si mantenesse asfittica, un maggiore indebitamento da escussioni insieme a critiche condizioni di finanziamento sul mercato potrebbe indurre i conti pubblici in una condizione di pre-default.

Siamo di fronte a un rischio da non sottovalutare, ma di cui si deve già ora pensare alle possibili soluzioni, fra queste necessariamente l'utilizzo di tutti i possibili sostegni in ambito europeo. La convinzione che ce la possiamo fare da soli è miope oltretutto insostenibile.

	Stime Preliminari Ratio	
	Debito/PIL	Deficit/PIL
<b>Scenario Base</b>	157,0%	10,0%
<b>Scenario Peggior</b>	160,0%	12,0%

Tabella 5: Stime preliminari dei ratio di bilancio  
(Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)



## Le entrate e le uscite

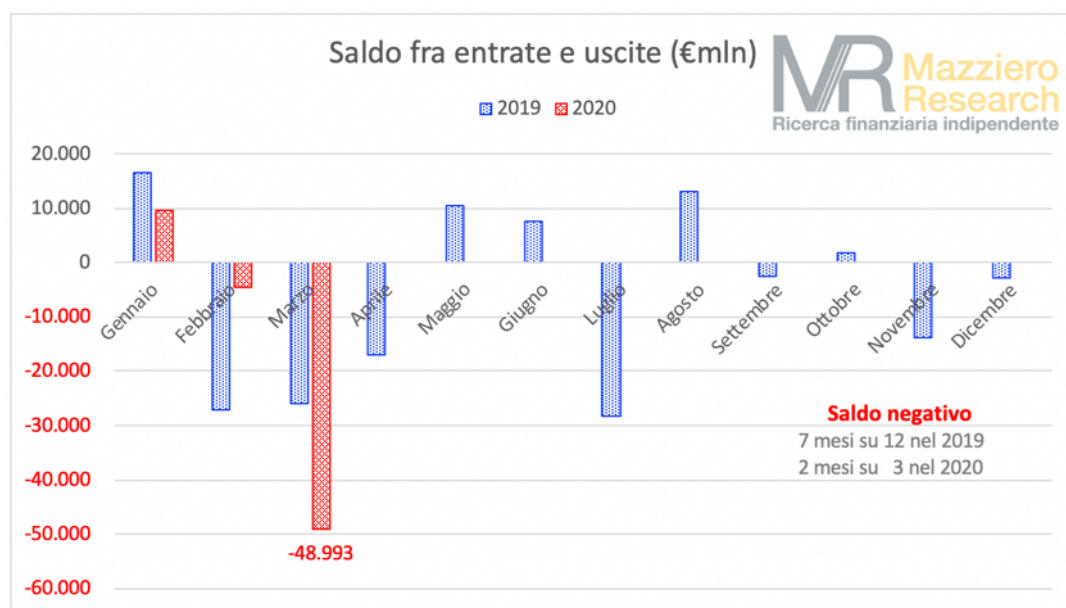


Figura 4: Saldo tra entrate e uscite statali, confronto 2019 e 2020  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Nei primi 3 mesi del 2020 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 43,9 miliardi.
- Nei primi 3 mesi del 2019 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 36,7 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 3 mesi del 2020 è stata di 34,4 miliardi.
- La media mensile delle entrate nei primi 3 mesi del 2019 è stata di 33,4 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 3 mesi del 2020 è stata di 49,0 miliardi.
- La media mensile delle uscite nei primi 3 mesi del 2019 è stata di 45,6 miliardi.
- Da gennaio a marzo 2020 le entrate tributarie sono state di 98.880 milioni di euro (+1.400 milioni di euro rispetto al 2019, pari a +1,4%). Le imposte dirette si attestano a 57.484 milioni di euro +3.626 milioni di euro, pari a +6,7%) e le imposte indirette risultano pari a 41.396 milioni di euro -2.226 milioni di euro, pari a -5,1%).

### L'analisi

#### Già a marzo il conto è salato

La **Figura 4** pone a confronto il saldo fra entrate e uscite dei primi mesi del 2020 (serie rosse) con i rispettivi mesi del 2019 (serie blu). Il posizionamento dell'istogramma consente di avere a colpo d'occhio l'informazione se il saldo è stato positivo o negativo.

Possiamo così osservare che nel 2019 ben 7 mesi su 12 hanno riportato un saldo negativo, mentre nel 2020 siamo a 2 mesi su 3 con saldo negativo; l'alternanza positivo-negativo ricalca quella del 2019.

Nel mese di marzo dell'anno in corso vediamo un saldo fra entrate e uscite particolarmente negativo (49 miliardi) che rispecchiano le spese per far fronte alla pandemia.

Nell'elenco puntato si possono trovare i valori delle medie mensili delle entrate e delle uscite che già nei primi tre mesi dell'anno mostrano un andamento peggiorativo rispetto al 2019.

## Lo stock di Titoli di Stato

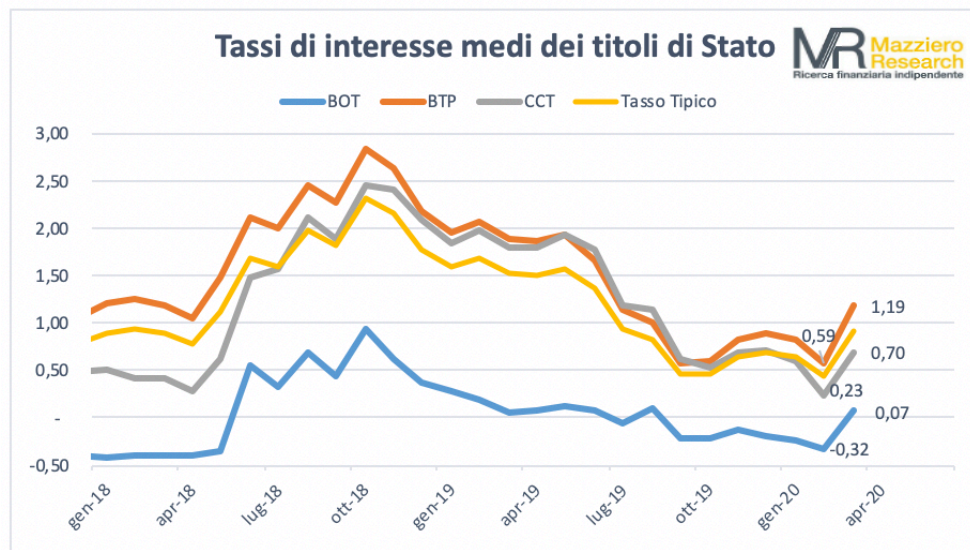


Figura 5: Tassi di interesse medi dei titoli di Stato  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Circolante Titoli di Stato ad aprile 2020: 2.055 miliardi.
- Vita media residua: 6,96 anni, in aumento dai minimi di agosto 2019 a 6,73.
- Spesa per interessi lorda a marzo 2020: 19,3 miliardi.
- Dal 2006 a marzo 2020 sono stati pagati 1.020 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a marzo 2020: BOT 0,07%, BTP 1,19%, CCT 0,70%.

### L'analisi

#### Marzo 2020: i rendimenti sui titoli di Stato tornano a salire

Il grafico della **Figura 5** indica un cambio di direzione nei rendimenti medi sui titoli di Stato a partire dal mese di marzo, con forti incrementi pur in presenza di ingenti acquisti da parte della BCE (si veda anche la sezione successiva).

Nel corso del mese di marzo, quando si è iniziato ad avere una percezione dell'impatto sull'economia dei provvedimenti di *lockdown*, i rendimenti sui titoli di Stato hanno iniziato ad impennarsi, con il BTP decennale che è arrivato nella giornata del 18 marzo a sfiorare il 3% di rendimento.

A peggiorare la situazione si è aperto un acceso confronto tra le forze politiche sull'utilizzo o meno di strumenti di assistenza comunitaria anche a fronte di nulle o lievi condizionalità. A nostro modesto avviso, un tale comportamento da parte della politica oltre ad essere poco accorto è anche autolesionistico, dato che peggiora la valutazione di sostenibilità del debito da parte dei mercati finanziari.

Al tempo stesso, la scarsa capacità di valutazione di questi fenomeni da parte del cittadino medio favorisce il perpetuarsi di questi comportamenti irresponsabili senza che diventino elementi punitivi nei confronti di chi li pone in atto.

## Stima spesa per interessi sino a fine 2020

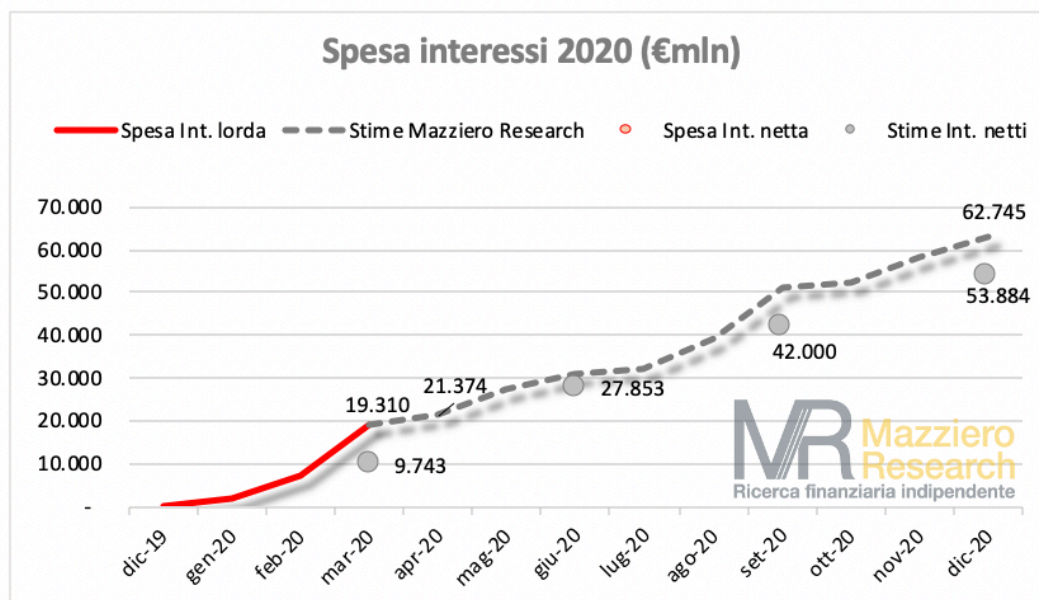


Figura 6: Stima spesa per interessi a fine 2020  
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziero Research)

**Spesa per interessi lorda a marzo 2020: 19,3 miliardi.**

**Stima Mazziero Research spesa lorda ad aprile 2020: 21,4 miliardi.**

**Stima Mazziero Research spesa lorda a fine 2020: 62,7 miliardi.**

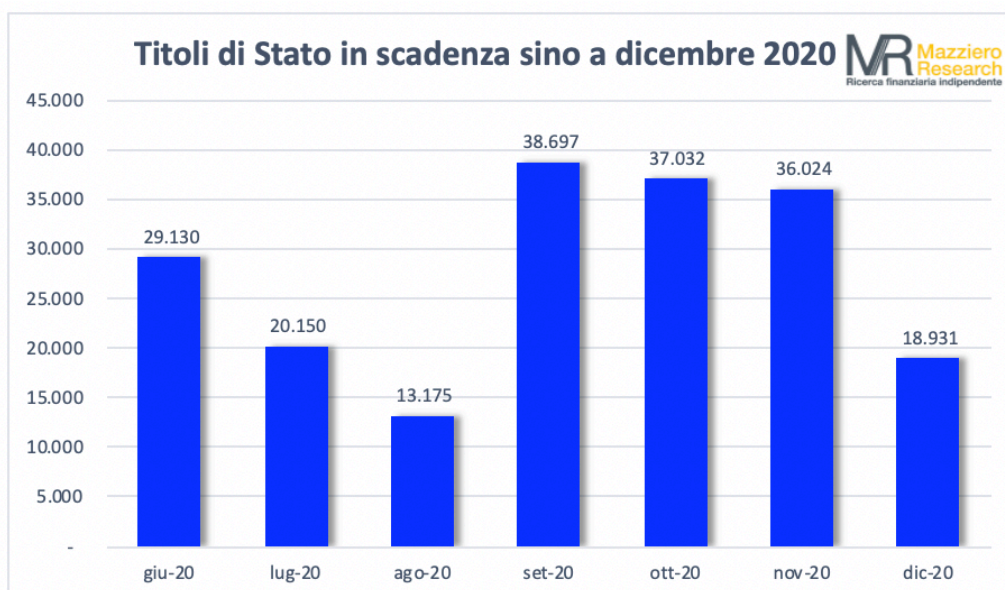
**Stima Mazziero Research spesa netta 1° trimestre 2020: 9,7 miliardi.**

**Stima Mazziero Research spesa netta a fine 2020: 58,6 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	12,2	1,2	6,4	6,2
	Dato Ufficiale	1,3	6,0	14,5	2,2	6,5	3,5	1,6	7,2	12,5	1,5	6,2	4,8
	Δ (Uff - Stima)	-0,8	-1,4	0,3	0,8	-0,1	-0,7	0,3	0,9	0,3	0,3	-0,2	-1,4
2020	Stime MR	1,3	6,0	14,6	2,1								
	Dato Ufficiale	1,6	5,8	11,9									
	Δ (Uff - Stima)	0,3	-0,2	-2,7									

Tabella 6: Affidabilità delle stime Mazziero Research su spesa per interessi

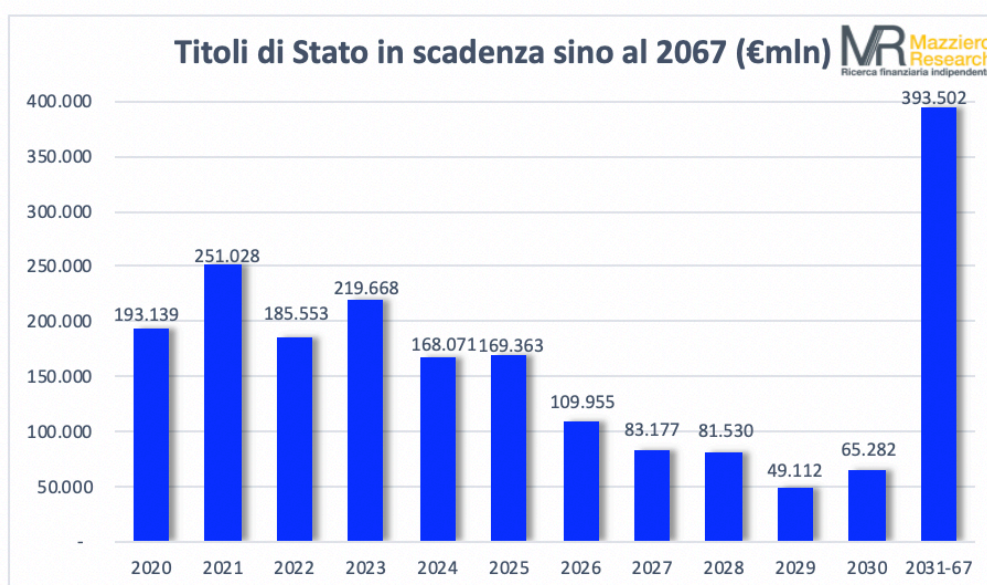


*Figura 7: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2020 (€mln)  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La **Figura 7** mostra gli importi di titoli di Stato in scadenza sino a dicembre, come si può notare ci troviamo di fronte a un autunno caldo, con rimborsi mensili tra settembre e novembre prossimi ai 40 miliardi.

Nel contempo gli importi in scadenza nei mesi tra giugno e agosto appaiono parzialmente più contenuti; questo aspetto dovrebbe in qualche modo aiutare il finanziamento delle misure di sostegno del decreto “Rilancio” approvato nel mese di maggio.

La ripartizione delle scadenze nei prossimi anni continua a mostrare una buona distribuzione senza picchi eccessivi (**Figura 8**); è probabile che il Tesoro attuerà operazioni di concambio per spostare parte dei rimborsi del 2023 verso il 2026 e 2027.



*Figura 8: Titoli di Stato in scadenza sino al 2067 (€mln)  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*





Figura 9: Detenzione percentuale dei titoli di Stato per categorie di investitori (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

La **Figura 9** mostra la detenzione di titoli di Stato per categorie di investitori nel mese di febbraio; i residenti esteri rappresentano il 32%, ma occorre considerare che comprendono anche eventuali investimenti di cittadini italiani attraverso Sicav o polizze di diritto estero. Privati e aziende italiane ne possiedono per il 6,2%, mentre fondi e assicurazioni raggiungono il 18,6%.

Per le detenzioni di Banca d'Italia, tramite gli acquisti della BCE, si rimanda alla sezione successiva; mentre le banche italiane, come si può osservare dalla **Figura 10**, evidenziano un continuo calo nella detenzione di titoli di Stato, con un lieve recupero nel corso del mese di febbraio.

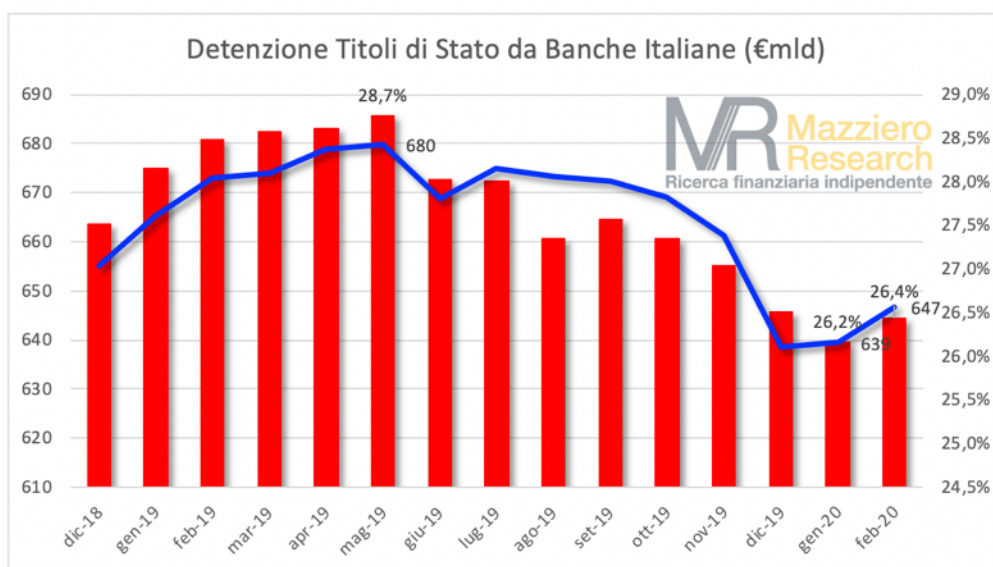


Figura 10: Andamento della detenzione di titoli di Stato da parte delle banche (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

## Gli acquisti della BCE

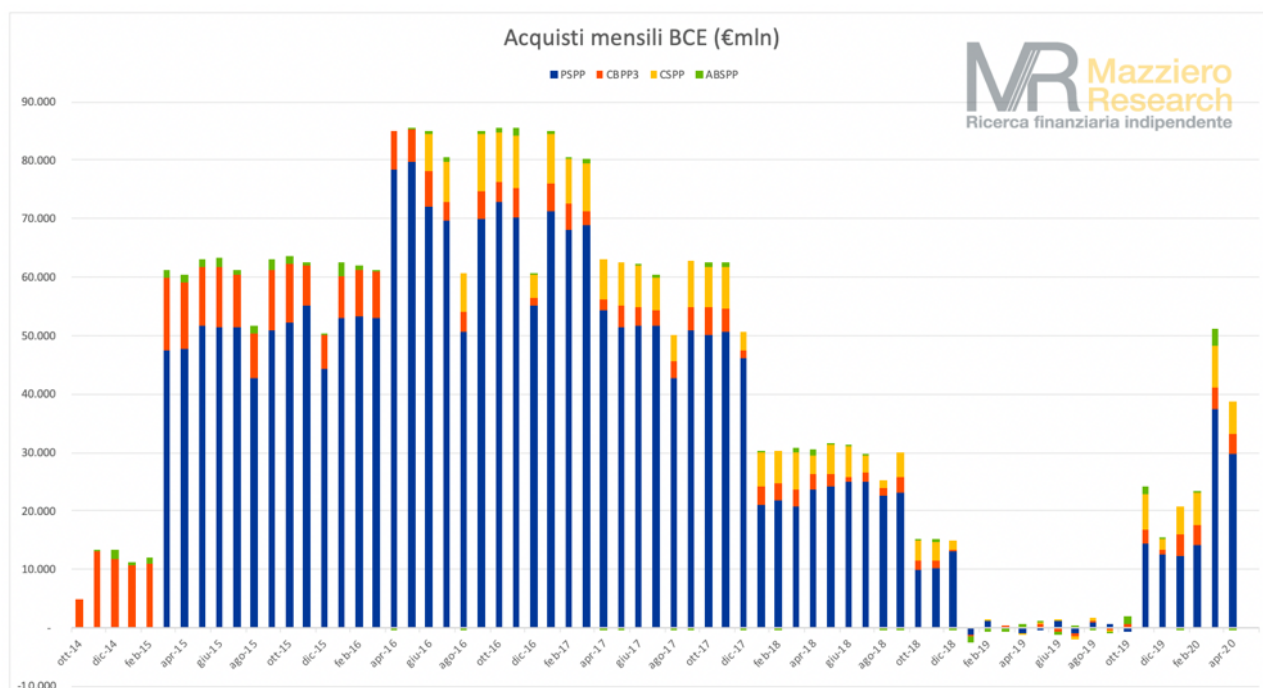


Figura 11: Acquisto titoli della BCE durante QE1 e QE2  
(Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

### I fatti

- Titoli di Stato italiani acquistati sino ad aprile 2020: 393,4 miliardi.
- Titoli di Stato europei acquistati sino ad aprile 2020 (PSPP): 2.189,3 miliardi.
- Titoli cartolarizzati acquistati sino ad aprile 2020 (ABSPP): 30,9 miliardi.
- Covered Bond acquistati sino ad aprile 2020 (CBPP3): 277,7 miliardi.
- Corporate Bond acquistati sino ad aprile 2020 (CSPP): 207,1 miliardi.
- Totale portafoglio QE sino ad aprile 2020 (APP): 2.705,0 miliardi.
- Totale portafoglio PEPP sino al 8 maggio 2020: 152,9 miliardi.

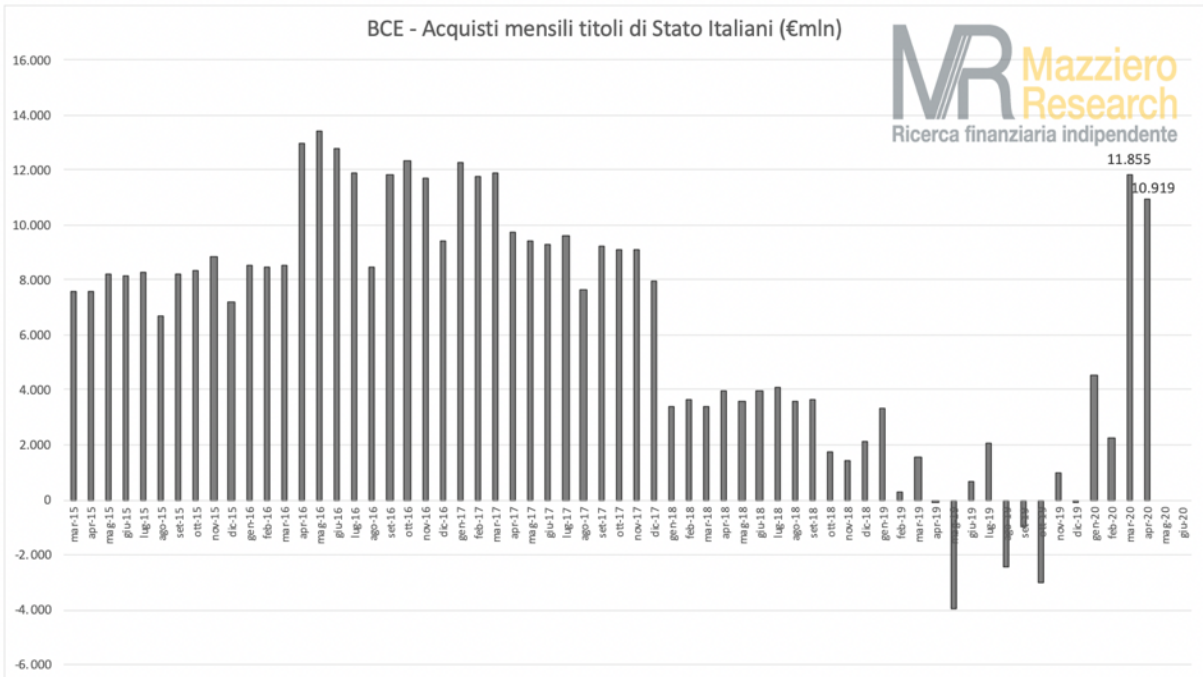
### L'analisi

La **Figura 11** mostra il totale degli acquisti da parte della BCE suddivisa per tipologia di titoli; le sigle presenti nella legenda del grafico sono meglio specificate nell'elenco puntato qui sopra.

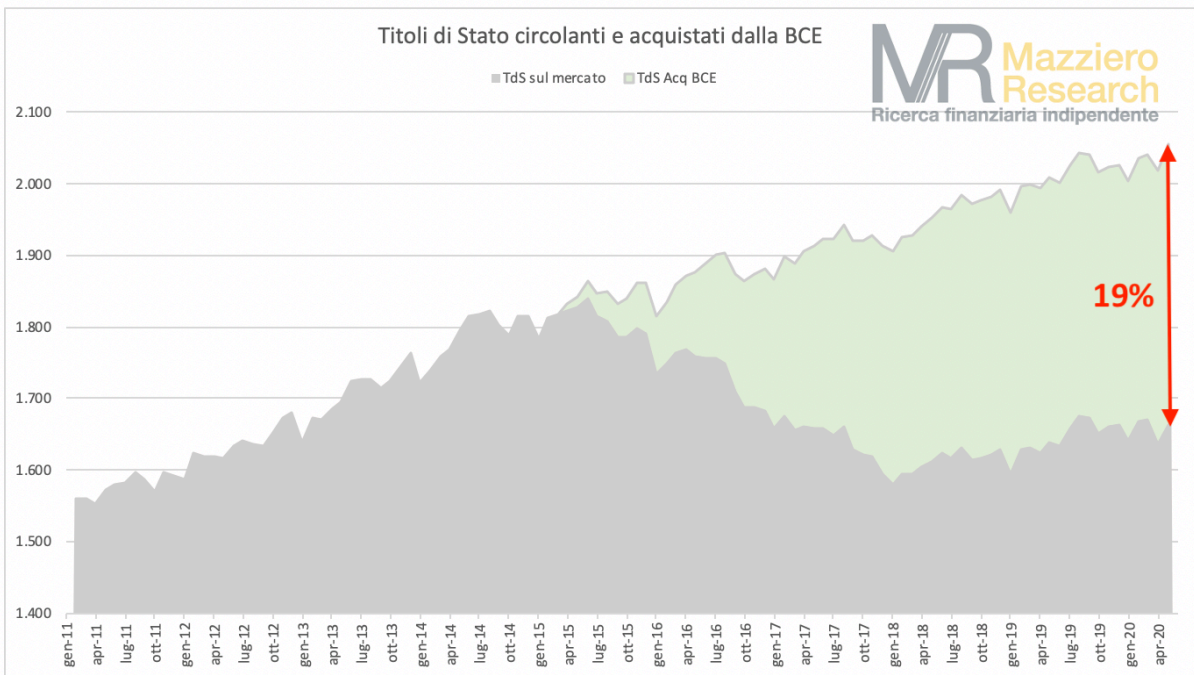
Come si può osservare la maggior parte delle risorse viene destinata ai titoli governativi, il cui portafoglio ha quasi raggiunto i 2.190 miliardi, di cui oltre 393 sono italiani. La **Figura 12** mostra i quantitativi dei nostri titoli nazionali acquistati nel corso del tempo.

Nei due mesi di funzionamento del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) sono stati acquistati alla data dell'8 maggio titoli per 152,9 miliardi. È molto probabile che anche in questi acquisti vi sia una presenza consistente dei titoli italiani.

La **Figura 13** mostra la percentuale di acquisti di titoli italiani da parte della BCE che ha ormai raggiunto il 19% del circolante totale. Il grafico consente di osservare come gli acquisti BCE sul secondario consentano di mitigare il flusso delle nuove emissioni che devono essere assorbite dal mercato finanziario.



*Figura 12: Acquisto titoli di Stato italiani durante QE1 e QE2 (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)*



*Figura 13: Percentuale di acquisti di titoli italiani dalla BCE (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea e Banca d'Italia)*

## La sentenza tedesca e la capital key della BCE

Membro UE	Capital Key BCE	Capital Key riparametrata	% acquisti totali BCE	Scostamento
Germania	21,4%	26,4%	23,3%	-3,1%
Francia	16,6%	20,4%	19,7%	-0,7%
Italia	13,8%	17,0%	17,2%	0,2%
Spagna	9,7%	11,9%	11,8%	-0,1%

Tabella 7: Capital Key BCE riparametrata e scostamento negli acquisti  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Recentemente la Corte Costituzionale tedesca ha espresso un parere sulla mancata proporzionalità negli acquisti da parte della BCE, dove per proporzionalità si intendeva sia la congruità degli acquisti per raggiungere gli obiettivi prefissati sia la ripartizione degli acquisti fra i vari Stati che avrebbero dovuto rispettare la Capital Key, cioè la quota di partecipazione di ciascuna nazione nella BCE.

La **Tabella 7** indica per i quattro maggiori paesi dell'Eurozona la Capital Key, riparametrandola a 100 per tenere conto dei soli Paesi dell'area valutaria e la confronta con la percentuale degli acquisti di titoli governativi presenti in portafoglio ad aprile 2020. È possibile notare che l'Italia è il Paese che sta maggiormente beneficiando, con un 0,2% di acquisti in più, mentre la Germania è il Paese meno avvantaggiato con il 3,1% in meno.

## Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	39.694		23%
Riserve verso FMI	3.870		2%
Diritti speciali prelievo	7.209		4%
Oro	124.179		71%
Altre attività di riserva	764		0%
<b>Totale Riserve</b>		175.716	100%

Tabella 8: Riserve Banca d'Italia ad aprile 2020  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Le riserve ufficiali ad aprile 2020 ammontano a 175,7 miliardi di euro.
- La variazione rispetto gennaio 2020, riportata nel precedente Osservatorio, è pari a +12,9 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 71% delle riserve totali.



## Il Prodotto Interno Lordo

(Milioni di Euro)	PIL Nominale	Delta PIL	PIL pr. concaten. 2015	Debito pubblico	Deficit/PIL	Debito/PIL	Var.PIL	Inflaz. IPCA
Anno 2000	1.198.292	-	1.660.304	1.353.569	1,30%	109,00%	5,91%	2,60%
Anno 2001	1.255.738	57.446	1.692.703	1.420.027	3,30%	108,90%	4,68%	2,30%
Anno 2002	1.301.873	46.135	1.697.001	1.436.141	3,10%	106,40%	3,67%	2,60%
Anno 2003	1.341.850	39.977	1.699.354	1.471.325	3,40%	105,50%	3,15%	2,80%
Anno 2004	1.397.728	55.878	1.723.546	1.526.400	3,60%	105,10%	3,99%	2,30%
Anno 2005	1.436.380	38.651	1.737.642	1.591.581	4,20%	106,60%	2,92%	2,20%
Anno 2006	1.493.031	56.652	1.768.757	1.657.513	3,60%	106,70%	4,10%	2,20%
Anno 2007	1.554.199	61.168	1.795.059	1.677.700	1,50%	103,90%	3,96%	2,00%
Anno 2008	1.575.144	20.945	1.777.791	1.738.519	2,70%	106,10%	1,34%	3,50%
Anno 2009	1.519.695	-55.449	1.683.907	1.839.115	5,30%	116,60%	-3,56%	0,80%
Anno 2010	1.605.694	85.999	1.712.757	1.920.661	4,20%	119,20%	2,08%	1,60%
Anno 2011	1.637.463	31.769	1.724.872	1.973.483	3,70%	119,70%	1,94%	2,90%
Anno 2012	1.613.265	-24.198	1.673.455	2.054.753	2,90%	126,50%	-0,85%	3,30%
Anno 2013	1.604.599	-8.666	1.642.646	2.136.226	2,90%	132,40%	-0,60%	1,30%
Anno 2014	1.627.406	22.807	1.642.571	2.202.996	3,00%	135,40%	0,10%	0,20%
Anno 2015	1.655.355	12.784	1.654.210	2.239.409	2,60%	135,30%	0,80%	0,10%
Anno 2016	1.695.787	40.432	1.677.464	2.285.619	2,40%	134,80%	1,40%	0,50%
Anno 2017	1.736.593	40.806	1.706.530	2.329.553	2,40%	134,10%	1,70%	1,10%
Anno 2018	1.766.168	29.575	1.718.338	2.380.942	2,20%	134,80%	0,80%	1,20%
Anno 2019	1.787.664	21.496	1.723.515	2.409.841	1,60%	134,80%	0,30%	0,50%
Anno 2020 (st.DEF)	1.661.432	-126.232		2.522.575	10,40%	155,70%	-8,00%	-0,20%
Anno 2021 (st.DEF)	1.763.459	102.027		2.601.917	5,70%	152,70%	4,70%	1,70%
Anno 2022 (st.DEF)	=====	=====		=====	=====	=====	=====	=====
Anno 2020 (st.UE)	1.617.836	-169.828		2.570.741	11,10%	158,90%	-9,50%	-0,30%
Anno 2021 (st.UE)	1.722.995	105.159		2.646.521	5,60%	153,60%	6,50%	0,70%
Anno 2020 (st.FMI)	1.624.987	-162.677		2.172.607	2,40%	133,70%	-9,10%	0,20%
Anno 2021 (st.FMI)	1.702.986	77.999		2.303.970	3,50%	135,29%	4,80%	0,70%
Anno 2022 (st.FMI)	1.713.204	10.218		2.336.981	3,70%	136,41%	0,60%	1,70%
Anno 2023 (st.FMI)	1.723.483	10.279		2.370.306	3,70%	137,53%	0,60%	1,70%
Anno 2024 (st.FMI)	1.733.824	10.341		2.401.520	3,80%	138,51%	0,60%	1,60%
Anno 2020 (st.OCSE)	1.787.664	0		2.433.011	2,20%	136,10%	0,00%	0,70%
Anno 2021 (st.OCSE)	1.796.602	8.938		2.436.193	2,00%	135,60%	0,50%	1,10%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

Tabella 9: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2019, stime anni successivi di DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

### I fatti

- Nel 1° trim. 2020 la crescita del PIL è stata negativa -4,7% (dati preliminari Istat).
- Il PIL resta del 9,1% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione acquisita del PIL per il 2019 è -4,9%.
- La produzione industriale a marzo 2020 è scesa del 28,4% rispetto al mese precedente.
- La produzione industriale a marzo 2020 è scesa del 29,3% rispetto all'anno precedente e del 8,4% rispetto al trimestre precedente.
- Il commercio al dettaglio a marzo 2020 è sceso del 20,5% rispetto al mese precedente.
- Il commercio al dettaglio a marzo 2020 è sceso del 18,4% rispetto all'anno precedente e del 5,8% rispetto al trimestre precedente.
- Il commercio elettronico a marzo 2020 è salito del 20,7% rispetto all'anno precedente.

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

### L'analisi alle pagine seguenti

## Stima PIL 2020



Tabella 10: Stime di evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale  
(Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)

Stima Preliminare Istatata PIL 1° trimestre: **-4,7%**

Stima Mazziere Research PIL 2° trimestre: **tra -8 e -12%**

Stima Mazziere Research PIL 3° trimestre: **tra +11 e +15%**

Stima Mazziere Research PIL 4° trimestre: **tra +3 e +6%**

Stima Mazziere Research PIL anno 2020: **tra -6 e -9%**

La stima preliminare dell'Istat per il PIL del 1° trimestre 2020 ha indicato un calo del 4,7%. Tuttavia, l'Istituto di Statistica ha sottolineato la mancanza totale o parziale di alcuni indicatori nella rilevazione, con il ricorso a tecniche statistiche di integrazione che potrebbero portare a revisioni successive di entità superiore.

Infatti, il calo del 4,7% potrebbe risultare sottostimato rispetto alle indicazioni di *lockdown* riportate dall'Istat durante l'Audizione a Camera e Senato in merito al DEF.

Le stime Mazziere Research che sono state rimodulate per tenere conto del valore Istat, vedono un ulteriore peggioramento nel 2° trimestre con un calo compreso tra l'8 e il 12%.

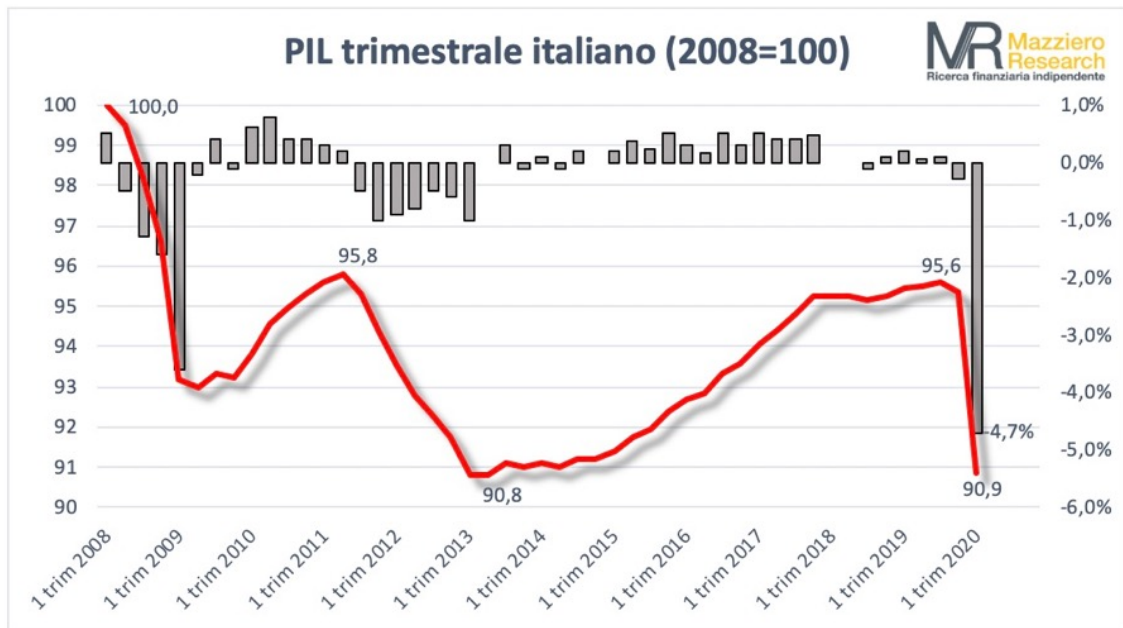
Pur presentando ancora un'elevata aleatorietà sul pieno ritorno a regime delle attività, le stime Mazziere Research indicherebbero un forte recupero nel 3° trimestre compreso tra l'11 e il 15% e un più contenuto assestamento nel 4° trimestre compreso tra il +3 e il +6%.

Non si può escludere peraltro che un allungamento dei periodi di parziale riapertura possa determinare un progresso nel 3° trimestre più contenuto e di conseguenza una maggiore crescita sul 4° trimestre.

Pur a fronte di questi dati trimestrali la crescita annuale resterebbe compromessa e si aggirerebbe in un intervallo di valori che possono andare da -6 al -9%. Vi sono già al momento alcuni fattori che potrebbero ampliare il calo annuale stimato, la cui valutazione viene rimandata qualora emergessero evidenze più concrete.

Come di consueto la Mazziere Research aggiorna ad ogni inizio mese le proprie stime, attraverso il Comunicato Stampa "PIL e debito Flash" che viene distribuito a media, uffici studi, Università e gruppi di decisori.

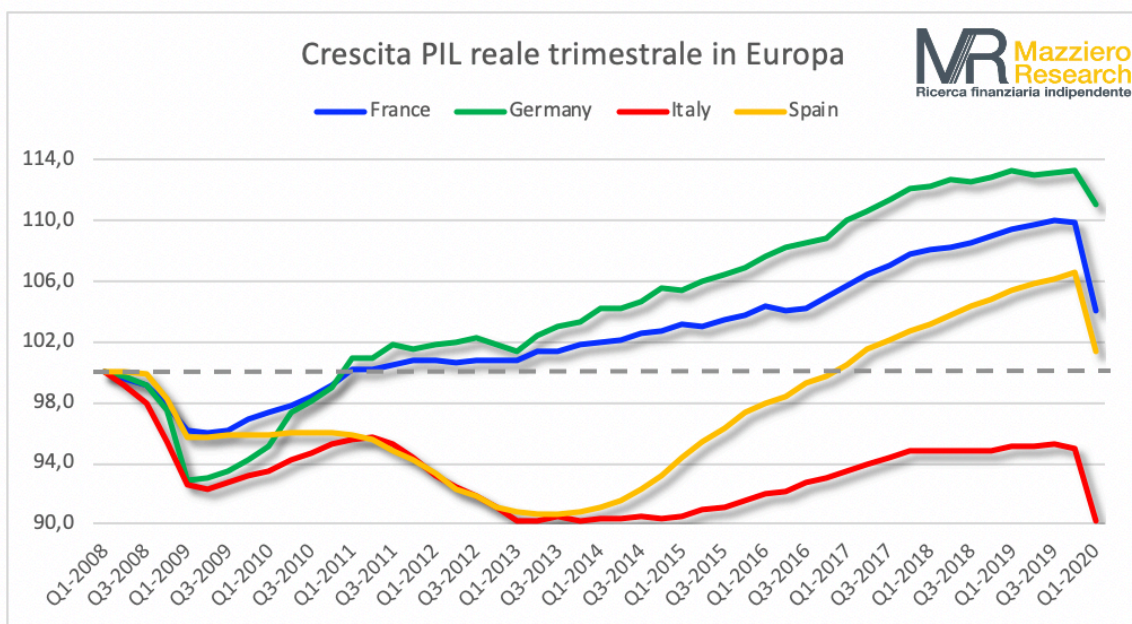
*PIL: un calo senza precedenti*



*Figura 14: Evoluzione trimestrale del PIL dal 2008 ad oggi (Elaborazione Mazziere Research su dati Istat)*

La **Figura 14** riporta l'evoluzione del PIL reale trimestrale a partire dal 1° trimestre 2008, periodo posto a base 100; come si può notare l'Italia non è mai stata in grado di recuperare i livelli raggiunti a quel tempo.

Il calo del 1° trimestre di quest'anno, a cui seguirà un 2° trimestre ancora più severo, riporterà l'Italia a livelli che non si vedevano dalla seconda metà degli anni '90 e da cui sarà difficilissimo rialzarsi.



*Figura 15: PIL trimestrale maggiori Paesi Euro dal 2008 ad oggi (Elaborazione Mazziere Research su dati Ocse)*

Anche perché, lo vediamo dalla **Figura 15**, se è vero che l'Italia ha un'economia ampia e diversificata, con una forte propensione alle esportazioni, quando viene posta al confronto con i maggiori partner dell'Eurozona appare la nazione più debole, con una elevata fragilità nelle fasi di discesa e con un'enorme inerzia a risollevarsi.

Le cause sono molteplici e le abbiamo spesso ricordate in questo Osservatorio, da un lato una scarsa volontà di spesa della popolazione a causa di incertezza accompagnata a un'elevata propensione al risparmio e dall'altro lato una mancanza di progettualità a lungo termine della politica associata a un totale disinteresse nella riduzione del debito che sottrae risorse preziose.

Il problema della mancata crescita va di pari passo con l'aumento del debito che determinano in questi frangenti un effetto più che proporzionale sui rapporti deficit/PIL e debito/PIL a cui guarda il mercato e che non sarebbero sostenibili se non vi fosse un'azione proattiva della BCE (si rimanda a tal proposito alle sezioni precedenti).

L'emergenza legata alla pandemia Covid passerà, ma lascerà ferite profonde sia nel tessuto produttivo del nostro Paese sia negli equilibri economici che ci legano a doppio filo con l'Europa e che saranno oggetto di futuri condizionamenti.

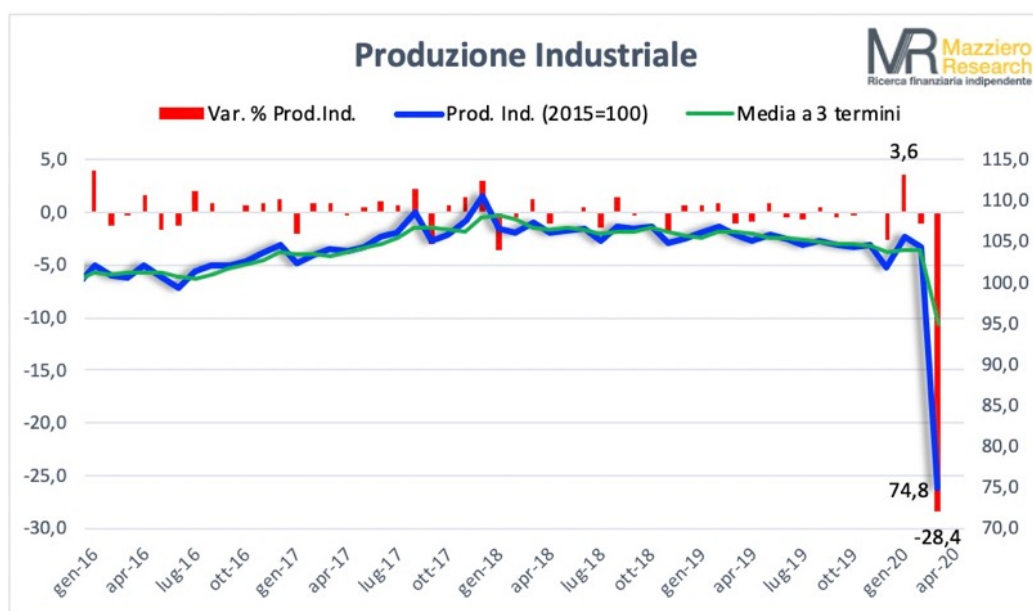
Al tempo stesso appare ancor più velleitaria ogni spinta per un ritorno alla sovranità monetaria, che in tali condizioni dei conti pubblici getterebbe il Paese nel caos, nella povertà e molto probabilmente sfocerebbe in tumulti.

### *Produzione industriale e commercio al dettaglio*

La **Figura 16** evidenzia a colpo d'occhio la profondità del calo della produzione industriale con un -28,4% sul trimestre precedente.

Anche il commercio al dettaglio ha visto un arretramento nell'ordine del 20%, con una forte divergenza fra settori merceologici, i più colpiti sono i beni non alimentari in particolare abbigliamento e calzature con cali superiori al 50%, in crescita invece i beni alimentari con un progresso del 3,5%.

Il commercio elettronico, già in buona salute nel periodo pre-Covid, esce ulteriormente rafforzato con un progresso del 20,7% su base annua.



*Figura 16: Produzione industriale da gennaio 2016 a marzo 2020 (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.

## La disoccupazione

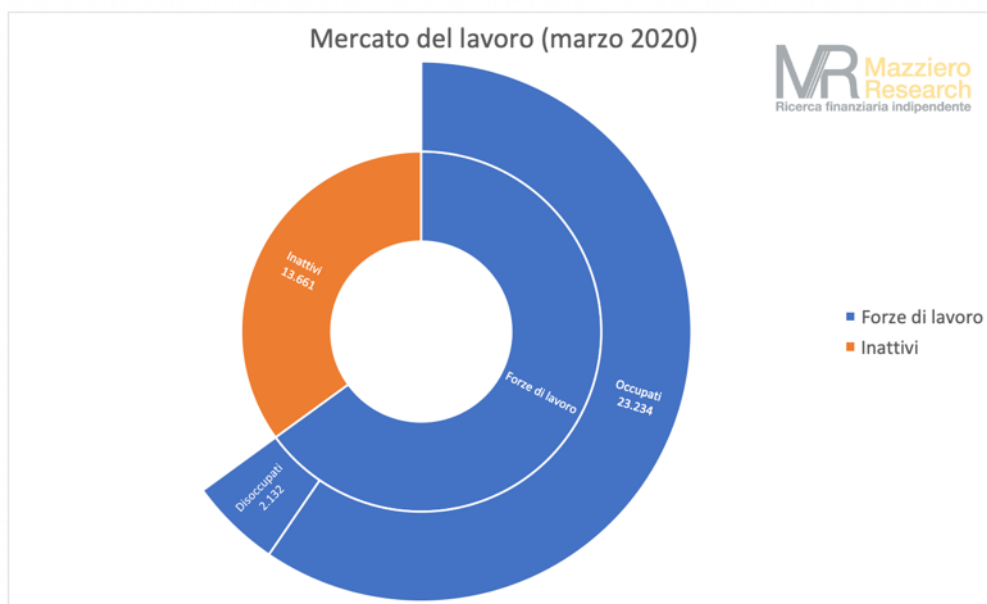


Figura 17: Composizione del mercato del lavoro a marzo 2020  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Disoccupazione: 8,4% a marzo 2020, minimo a 12 mesi.  
28,0% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni,  
minimo a 12 mesi.
- Tasso di occupazione: 58,8% della popolazione tra 15 e 64 anni;  
massimo a 12 mesi 59,2% a novembre 2019.
- Tasso di inattività: 35,7% della popolazione tra 15 e 64 anni;  
minimo a 12 mesi 34,2% a aprile 2019.
- Tasso di mancata partecipazione: 18,4% nel 4 trim.2019, minimo 18,3% 2 trim.2019;  
record storico 23,7% nel 1 trim.2015;
- Cassa integrazione: nel 1 trim 2020 autorizzate 62,6 milioni di ore;  
nel 1 trim 2019 furono autorizzate 65,9 milioni di ore.

### L'analisi

#### Composizione del mondo del lavoro

La **Figura 17** mostra in modo grafico la composizione del mercato del lavoro, da un lato in arancione gli **inattivi** e nella sezione a destra le **forze di lavoro** in blu, composte da occupati e persone in cerca di occupazione.

Di questa suddivisione occorre sempre tenerne conto quando si analizzano i dati su occupazione e disoccupazione, al fine di evitare grossolani errori.



Figura 18: Tassi di disoccupazione totale e giovanile da gennaio 2019 a marzo 2020 (Elaborazione su dati Istat)

### Una minore disoccupazione effimera

La **Figura 18** ci mostra l'evoluzione della disoccupazione totale e giovanile da gennaio 2019 a marzo 2020; la tendenza è discendente per quella totale e un po' più controversa per quella giovanile.

Ma quello che può balzare all'occhio è l'autentico tracollo della disoccupazione totale che, a sorpresa in concomitanza con l'epidemia Covid-19, passa dal 9,6% di dicembre 2019 a 8,4% di marzo.

La **Tabella 11** ci viene in soccorso per interpretare questo dato e ricondurlo nel corretto contesto. Possiamo infatti notare che è vero che i disoccupati sono diminuiti passando da 2,4 a 2,1 milioni di unità, ma non è aumentata l'occupazione che anzi è diminuita di circa 50 mila unità.

La spiegazione la si ritrova nell'incremento di quasi 400 mila unità degli inattivi, persone che escono dal mondo del lavoro e non lo cercano. Difficile dare una spiegazione a questa dinamica, anche perché Istat specifica trattarsi di dati provvisori per la frammentarietà della raccolta, ma si può ipotizzare che alcuni impieghi poco remunerati o considerati a rischio siano stati abbandonati a seguito del diffondersi della pandemia.

Pertanto, il dato di una disoccupazione all'8,4%, che alcuni mesi fa sarebbe stato visto come un successo, va letto proprio all'opposto, considerando anche i provvedimenti di sostegno al reddito che talvolta rendono più conveniente non fare nulla rispetto a intraprendere un percorso di ricerca di occupazione.

(migliaia)	Inattivi	Occupati	Disoccupati
dic-19	13.285	23.283	2.471
mar-20	↑ 13.661	↓ 23.234	↓ 2.132

Tabella 11: Valori in migliaia di inattivi, occupati e disoccupati (Elaborazione su dati Istat)

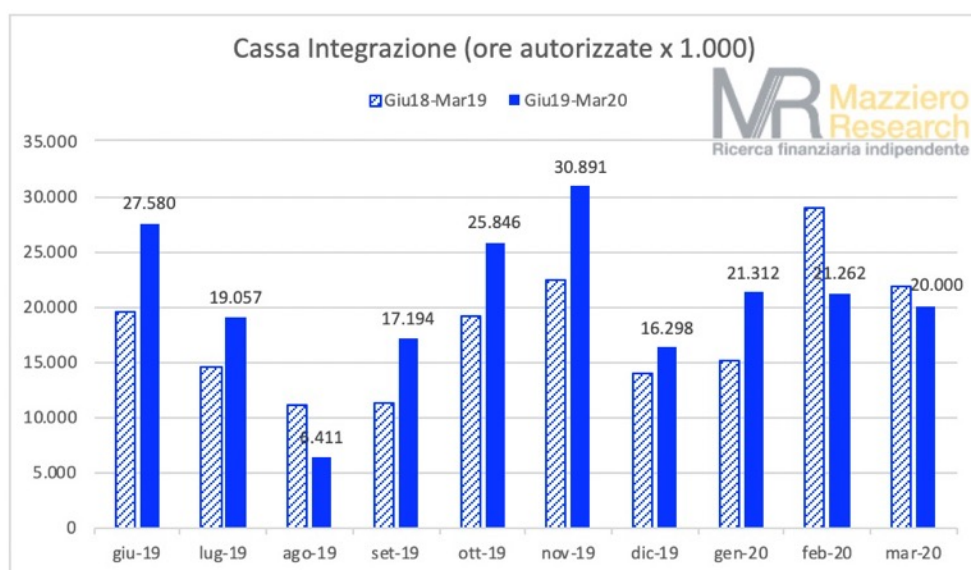


Figura 19: Confronto Cassa Integrazione giu18-mar19 vs giu19-mar20 (Elaborazione su dati INPS)

### Cassa integrazione: ancora non vi sono peggioramenti legati al Covid-19

La **Figura 19** indica due serie affiancate per confrontarle: in tratteggio il periodo giugno 2018 – marzo 2019, in colore blu pieno giugno 2019 – marzo 2020.

Tra febbraio e marzo 2020 non si vedono aumenti del ricorso alla cassa integrazione rispetto a febbraio e marzo 2019, anzi le ore autorizzate sono state inferiori. Il vero deterioramento lo si riscontra invece nel periodo tra giugno 2019 e gennaio 2020 (ad esclusione di agosto) quando le ore di cassa integrazione autorizzata erano superiori a quelle di 12 mesi prima.

Ne consegue che ben prima del Covid-19 il mercato del lavoro era in deterioramento e che, almeno sino a marzo 2020, il Covid-19 non ha inciso nel ricorso alla cassa integrazione.

Probabilmente si potranno iniziare a vedere impatti, anche sensibili, a partire dal mese di aprile.

### Riquadro 5

**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.

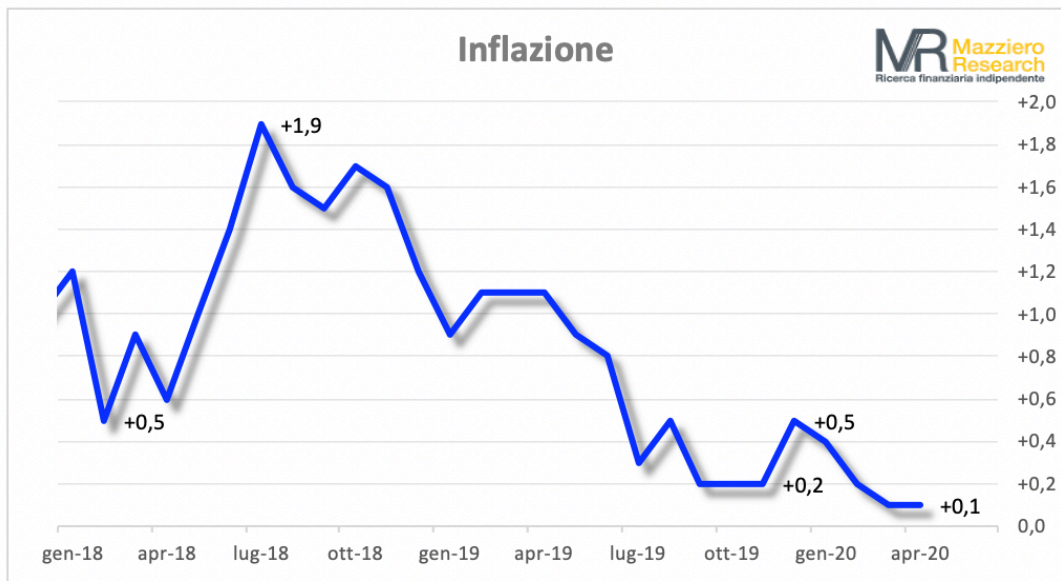
**Tasso di disoccupazione:** rapporto tra le persone in cerca di occupazione e le corrispondenti forze di lavoro.

**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.

## L'inflazione



*Figura 20: Valori di inflazione dell'indice IPCA  
(Elaborazione su dati Istat)*

### I fatti

- Il tasso di inflazione annua IPCA a aprile è pari al +0,1%.
- Il tasso di inflazione annua FOI a aprile è pari al -0,1%.
- Il tasso di inflazione annua NIC a aprile è pari al +0,0%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2020 è pari al +0,1%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 104,1.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 102,5.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 103,0.

### L'analisi

#### *Perché mai parlare di inflazione?*

È sufficiente un veloce sguardo alla **Figura 20** per osservare che l'inflazione, almeno nei numeri, è inesistente, rendendo quasi inutile anche nominarla.

La realtà invece è ben diversa in quanto quello che vediamo si riferisce alla variazione dell'indice IPCA che raggruppa al suo interno numerosi prodotti.



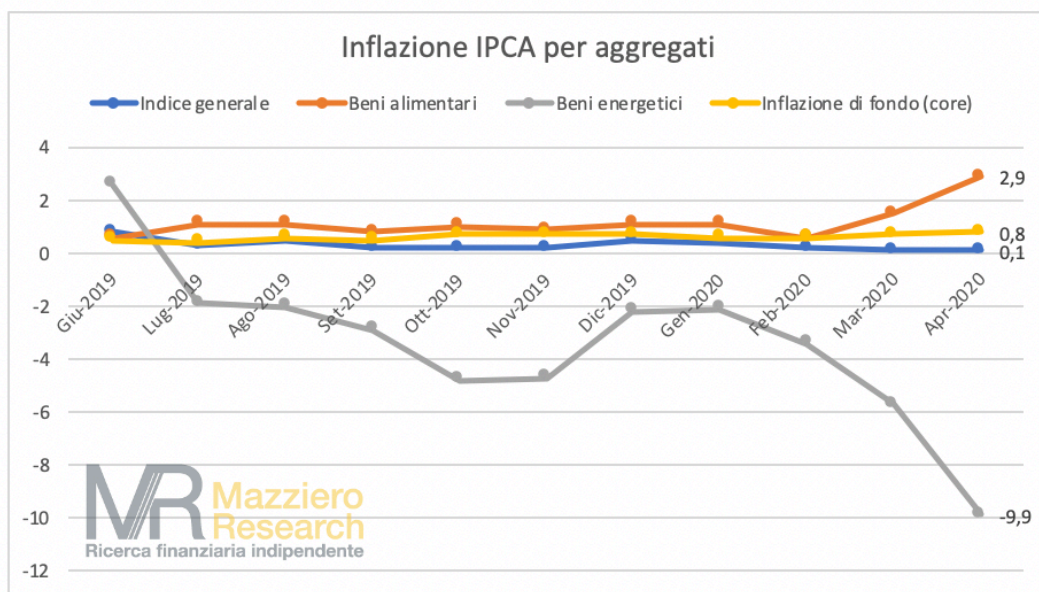


Figura 21: Inflazione IPCA tendenziale per aggregati  
(Elaborazione su dati Istat)

### In realtà l'inflazione c'è

Il diavolo sta nei dettagli, si usa dire... infatti, la nostra esperienza nella vita di tutti i giorni ha potuto vedere in questi ultimi mesi un rincaro notevole sui beni alimentari e di prima necessità. Lo riscontriamo in parte anche nella visione disaggregata dell'indice generale (**Figura 21**), dove a fronte di un calo dei beni energetici di quasi il 10% su base tendenziale, i beni alimentari presentano un rincaro del 2,9%.

Pur in presenza di una risultante di 0,1% nell'indice generale, la componente di fondo (core) depurata dai beni alimentari freschi ed energetici presenta comunque un valore dello 0,8%. Quindi affermare oggi che l'inflazione non c'è è un dato corretto dal punto di vista statistico, ma che non riflette la realtà vista con un occhio alle tasche dei cittadini.

### 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.

## Approfondimenti

### *La riapertura e la tragedia dei beni comuni*

(Il commento)  
di *Andrew Lawford, CFA*

L'Italia, così come il resto del mondo, è di fronte alla riapertura dopo il periodo di chiusura forzata che abbiamo vissuto in questi mesi. Sarebbe utile fare una riflessione su alcuni dei paradossi che si sono manifestati in questo periodo. In nessun ordine particolare e senza escludere l'importanza di altri fenomeni non noti all'autore:

- L'aria pulita delle grandi città. Addirittura, in Cina si parla del fatto che la riduzione della mortalità derivante dal miglioramento dell'aria nelle città durante il periodo di lockdown ha più che compensato la mortalità derivante dal coronavirus. Difficile dire se è vero, ma è opportuno riflettere sul miglioramento qualitativo dell'aria nelle nostre città italiane. In particolare, a Milano, si ragiona in termini di riapertura degli spostamenti favorendo la mobilità in bicicletta. Che sia l'occasione per accelerare la trasformazione positiva di Milano di quest'ultimo decennio, eliminando sempre di più la presenza di automobili in centro?

- Il mare pulito. Da dove sono seduto in questo momento, vedo il mare. Mi piacerebbe, sì, poter tornare ad “utilizzarlo” come ho sempre fatto in questi anni: bagni, sport acquatici, o semplicemente rilassandomi in spiaggia. Ma devo anche constatare che in queste settimane è stato bello vederlo quasi vuoto; i suoi colori e movimenti non sono stati interrotti nei giorni di festa come in passato. In più, ho ricevuto filmati di immagini bellissime: delfini dentro i porti, tonni enormi in zone in cui solitamente non si trovano.
- Venezia. Una città sempre impressionante e bellissima, ma in questi anni letteralmente presa d’assalto dal turismo di massa. Chi non ha visto le immagini dei pesci nei canali e le piazze vuote? Che possa cogliere questa occasione per meritarsi davvero il nome La Serenissima?

Volendo essere scettici, e tornando sul pianeta terra, si potrebbe credere che questo periodo di chiusura fosse, per la maggior parte di noi, semplicemente “una vacanza dalla modernità”, com’è stata descritta da un giornalista inglese. Tuttavia, questo vorrebbe dire non cogliere l’occasione per riflettere sul proprio modo di vivere e lavorare. Non penso di essere l’unico ad aver provato un certo piacere nella sospensione dei viaggi di lavoro. E devo ammettere che spesso si viaggiava non tanto per la convinzione di dovere assolutamente presenziare qualche evento importante, ma per la paura di farsi sfuggire un’occasione di lavoro che poteva presentarsi. Io per primo devo ripensare il modo in cui alloco il mio tempo e applicare più rigore alla scelta di quando e come viaggiare.

Il timore che si deve avere è che il nostro Paese, duramente colpito a livello economico, decida di riaprire senza criterio, se non quello della disperazione di fare cassa a qualsiasi costo. Ad esempio, in questi giorni leggo che, nel comune in cui abito (ma non credo che sia l’unico a fare questo ragionamento), le concessioni per occupare il suolo pubblico verranno ampliate. Ovviamente, lo scopo è quello di favorire l’attività all’aria aperta invece che nei luoghi chiusi, che in alcuni casi sembrano incompatibili con il concetto del distanziamento sociale.



Ma è giusto mangiare ancora più spazio per favorire gli interessi di pochi attori economici, quando comporta un costo non indifferente per la collettività? Forse sarebbe stato più giusto un indennizzo che permettesse ai locali di restare chiusi o parzialmente attivi, in attesa di riavviare gli spostamenti, anche considerando che molte località turistiche non potranno contare sui flussi normali per chissà quanto tempo ancora.

La tragedia dei beni comuni, ovvero quel fenomeno in cui un bene, come il suolo pubblico, il mare o perfino l'aria, è di proprietà di tutti dovrebbe essere tenuto presente in questo momento. È possibile riconciliare la sopravvivenza nel breve termine con il desiderio di un miglioramento nel futuro?

# La “Sovranità del consumatore” alla prova del COVID-19.

*(Note economiche)  
di Gabriele Serafini*

## Sommario

La teoria economica afferma che il valore delle merci dipende dalle scelte eseguite da ciascun individuo, ancorché sulla base della dotazione di risorse e della tecnologia data in un certo momento storico. Questa impostazione può sembrare ragionevole perché fa riferimento alle scelte condizionate dalle quantità e qualità delle risorse esistenti e distribuite. Troppo spesso, tuttavia, ci si concentra solo sul lato delle scelte effettuate, piuttosto che sul lato delle risorse che le condizionano. Il Coronavirus sta però cambiando le priorità.

### 1. La Sovranità del consumatore.

Secondo la scienza economica, il meccanismo di formazione dei prezzi dei beni<sup>1</sup> è guidato dal lato del consumo.<sup>2</sup> Ciò significa che le libere scelte di ciascuna persona determinano il modo in cui sono effettuati gli acquisti, quindi il prezzo dei beni ed il modo in cui essi si producono.

---

<sup>1</sup> In Economia, col termine “bene” ci si riferisce ad una categoria più ampia rispetto alla categoria delle merci. Quest’ultima infatti contiene solo quei beni che sono stati oggetto di produzione, mentre si ritiene che esistano, ovviamente, anche beni non prodotti, quali la terra, l’aria o altro. In queste pagine non entriamo nel merito di queste differenze, perché ci sembra possibile ritenere che anche la terra sia “prodotta” nel senso di ricevere il proprio valore a seconda del processo di produzione che essa permette. In ogni caso, tali differenze non incidono sulla teoria e sulla sostanza di quanto affermiamo in questo articolo, perché nell’economia contemporanea la stragrande maggioranza dei beni è comunque costituita da merci.

<sup>2</sup> Questa impostazione costituisce uno degli effetti del passaggio dalla teoria economica “Classica” alla teoria economica “Neoclassica”, ossia a quell’insieme di concezioni economiche che dalla fine dell’Ottocento ha attribuito un peso determinante alle scelte individuali nel momento del consumo, piuttosto che alle condizioni sociali e storiche che caratterizzano ogni processo di produzione.

La libertà dei consumatori, cardine di un qualsivoglia sistema democratico, è stata quindi posta anche a fondamento del meccanismo di attribuzione del valore alla ricchezza economica, ossia dei prezzi degli elementi che la compongono. Mentre il processo di produzione è inteso come la base del sistema economico, ad oggi si ritiene che il processo orienti e quindi permetta la realizzazione di quella base. L'effetto dell'attribuzione di un maggior peso alle scelte effettuate nel momento del consumo, piuttosto che alla quantità, qualità e distribuzione delle ricchezze disponibili e prodotte, ha quindi reso centrali gli studi sulla cosiddetta "Sovranità del consumatore".

Ricordiamo che il principio della Sovranità del consumatore "equivale nella sostanza all'affermazione secondo cui il consumatore, consapevolmente e razionalmente, mediante la sua domanda di mercato orienta l'offerta in modo tale che questa soddisfi i suoi bisogni sulla base di ben definite scale di priorità, graduate dal prezzo"<sup>3</sup>. Dai primi corsi di base di Economia nelle Università, i programmi di studio illustrano quindi le scelte del consumatore come determinanti, mentre le condizioni nelle quali si svolge il processo produttivo sono state relegate al ruolo di "variabili esogene", ossia di condizioni a partire dalle quali il processo di scambio stabilisce i prezzi delle merci.

A nostro avviso, questa impostazione ha preso piede anche perché è facile sostenere che, se i beni non sono desiderati per essere scambiati, non possono essere venduti e quindi non si procederà neppure a produrli. Riteniamo, tuttavia, che sarebbe perfettamente possibile formulare anche un ragionamento opposto: se non si può produrre una determinata tipologia e quantità di un bene, lo si può anche desiderare ma senza che il bisogno possa essere soddisfatto. Che il bisogno non determini l'esistenza di un mezzo per soddisfarlo è del resto facile da comprendere se, ad esempio, colloco nel Medioevo il bisogno di effettuare un viaggio con un aereo di linea che mi porti in vacanza a New York. Ma anche questo ragionamento opposto, in realtà, è unilaterale, perché non ci si può affidare solo ad uno dei momenti che costituiscono il sistema economico complessivo, sia esso di scambio oppure di produzione.

---

<sup>3</sup>Zamagni S., Ragone G., *Consumi*, Enciclopedia delle scienze sociali, Treccani, 1992, Par. 4.

## 2. Il sistema economico *complessivo*.

In una epoca di svolgimento regolare delle attività, una impostazione come quella espressa dalla teoria economica richiamata difficilmente riceve spinte tali da poter essere messa rapidamente in dubbio. A partire dall'emergenza economica che si sta imponendo severamente al nostro cospetto, invece, crediamo che un cambio di attenzione potrà presto essere espresso. Non intendiamo dire che tale cambiamento sia auspicabile, bensì che esso abbia ampie possibilità di imporsi.

A partire dalla interpretazione dell'attuale emergenza, riteniamo infatti che la crisi economica connessa al COVID-19 possa riflettersi anche sul piano teorico della scienza economica, chiarendo il ruolo fondamentale rivestito dal processo produttivo *assieme* al processo di scambio, nella determinazione del valore dei beni.

I provvedimenti governativi attuati dapprima per la limitazione delle attività produttive, e poi per la loro ripresa nella maggior parte del pianeta, hanno già fornito l'evidenza della stretta dipendenza della soddisfazione dei bisogni dal processo produttivo attuato per soddisfarli. Attualmente, pertanto, già si conviene sul fatto che, se non si produce, non si hanno le possibilità di soddisfare i propri bisogni. Non è vero neppure, però, che il processo di scambio determini il processo produttivo. Entrambi costituiscono il sistema economico, assieme al meccanismo di distribuzione della ricchezza, ossia ai redditi relativi dei lavoratori e degli imprenditori ad esempio, e alle scelte effettuate dagli imprenditori per investire nelle attività produttive. Pertanto, non è possibile la determinazione dei prezzi delle merci senza considerare tutte la parti dell'intero processo economico.

## 3. Oltre la Sovranità del consumatore.

Un tentativo di distogliere l'attenzione dal solo processo di scambio iniziò invero negli anni Sessanta del Novecento. Esso costituì l'essenza dell'approccio economico avviato coi lavori di Piero Sraffa<sup>4</sup> che fornirono una critica alla teoria economica in tale direzione. Il limite principale di essa consistette, però,

---

<sup>4</sup> Sraffa P., *Produzione di merci a mezzo di merci*, Einaudi, Torino, 1991.

nel ritenere che i metodi produttivi sarebbero in grado, da soli, di determinare i prezzi delle merci e quindi che essi si possano affermare indipendentemente dalle scelte individuali effettuate dagli agenti economici nel momento del consumo.<sup>5</sup> Come è chiaro da queste nostre pagine, noi riteniamo invece che siano rilevanti sia il momento dello scambio che quello della produzione - oltre ai momenti della distribuzione delle risorse e del loro reinvestimento - e che la teoria economica attuale debba ancora produrre una impostazione scientifica in grado di render conto di tutti questi legami. In quanto i prezzi dei beni dipendono da tutte le fasi del processo economico, è necessario considerare, infatti, sia le condizioni del suo svolgimento nonché gli effetti retroattivi su di esse.

Ecco quindi che riteniamo che la crisi economica indotta dai provvedimenti di chiusura e riapertura delle attività produttive e commerciali, possa permettere di capire che la struttura dei bisogni è figlia della struttura del processo economico sociale. A nostro avviso la comprensione di questo fatto potrà quindi determinare un ampliamento delle conoscenze scientifiche in campo economico, come svolgimento paradossale della crisi. Così come è sempre avvenuto successivamente ad un periodo di crisi, anche questa volta ci saranno delle modifiche alle teorie che si occupano di spiegare il Mondo; ma questa volta, poiché la crisi è accaduta senza che sia possibile individuare una causa attribuibile ad un nemico umano, riteniamo che ci siano maggiori probabilità di cogliere l'opportunità di una apertura di nuovi percorsi di riflessione scientifica, perché potremmo godere di minori costrizioni *ideologiche*. Usiamo il termine ideologia, col significato attribuitogli da Maurice Dobb, intendendola come un insieme di idee o credenze, che formano un quadro complessivo, o un gruppo di livello più elevato, di concetti fra loro collegati.<sup>6</sup> Certamente, alcuni politici di primo piano stanno invero spingendo per individuare un nemico umano che avrebbe scientemente generato questa

---

<sup>5</sup> Nella parte della teoria che spiega un sistema economico in cui la ricchezza aumenta per effetto della produzione, Sraffa si pone il problema della distribuzione della ricchezza aggiuntiva prodotta ma se la spiega ipotizzando che essa si distribuirà in funzione della forza che avranno gli attori economici, spostando quindi l'attenzione dall'ambito economico a quello politico. Questo potrebbe sembrare l'attribuzione di un ruolo alle libere scelte degli individui ma non indica in che modo queste scelte si formino, e quindi se ed in quale misura esse siano dipendenti dal contesto economico.

<sup>6</sup> Con le parole dell'Autore: "a whole system of thought, or coordinated set of beliefs and ideas, which form a framework, or higher-level group of related concepts" (Dobb M., *Theories of value and distribution since Adam Smith*, Cambridge University Press, 1973, p. 1).

epidemia e quindi questa crisi; ma se prevalesse questo punto di vista rischieremmo di perdere l'occasione di focalizzare l'attenzione sul fatto che stiamo effettivamente governando, ovviamente in maniera imperfetta, il sistema economico che abbiamo creato, e che i bisogni non piovono dal nulla nelle teste delle persone ma emergono come figli dall'interno di questo sistema. Se prevarrà il lato delle minori costrizioni ideologiche, quindi, potremo sfruttare questo spazio di libertà dall'ideologia e cogliere un'opportunità all'interno di questa crisi: l'opportunità di riuscire a spiegare i meccanismi di determinazione del valore della ricchezza, considerando che la libera scelta dei consumatori è un costrutto dipendente dal contesto economico che ne determina la nascita e la forma di espressione. Per ottenere uno sviluppo di queste capacità di comprensione della dipendenza dei bisogni dalla struttura economica, piuttosto che il contrario, è però necessario, a nostro avviso, che la crisi in atto abbia anche una certa durata. Se il periodo di crisi sarà sufficientemente breve da impedire la distruzione del tessuto economico, ma abbastanza lungo da permettere l'insorgenza di una riflessione scientifica economica, allora avremo maggiori probabilità di cogliere l'occasione data dalla trasformazione in atto: riuscire a spiegare la nascita ed espressione dei bisogni dalla struttura economica e riuscire a spiegare i sistemi di produzione, scambio e distribuzione della ricchezza, oltre i limiti ideologici della Sovranità del consumatore.

## Conclusioni

*a cura di Maurizio Mazziero*

Un debito a fine anno tra 2.550 e 2.580 miliardi con una contrazione del PIL tra il 6 e 9%, che porterebbero il deficit/PIL al 10% e il debito/PIL al 157%. Queste le stime che emergono dal 38° Osservatorio sui conti italiani.

Siamo di fronte a un decennio di sottovalutazione del debito e ora arriva il conto, sebbene ci troviamo di fronte a un evento estremo e inaspettato come una pandemia, paghiamo le conseguenze dell'incapacità della politica italiana di amministrare le risorse secondo principi di sostenibilità. Tutti gli schieramenti politici hanno sempre annunciato l'intenzione di ridurre il debito, ma sono state solo vuote promesse mai realizzate.

Eppure, la colpa non è solo della politica, ma anche dei cittadini che si fanno ammaliare da chi promette il "Paese dei balocchi".

In agguato c'è un pericolo ancora più grande di cui nessuno sembra preoccuparsi: nel 2020 lo Stato è pronto a concedere garanzie per 750 miliardi con accantonamenti di bilancio estremamente ridotti.

L'eventuale escussione delle garanzie in un quadro di ripresa asfittica insieme a condizioni critiche di finanziamento potrebbe indurre i conti pubblici in una condizione di pre-default.

Siamo di fronte a un rischio da non sottovalutare, già ora dobbiamo pensare alle possibili soluzioni, come l'utilizzo di tutti i sostegni in ambito europeo.

La convinzione che ce la possiamo fare da soli è miope oltretutto insostenibile.

### **Nota per la distribuzione**

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

### **Invito ad approfondire**

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

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*



## Sommario delle stime Mazziere Research

### **Debito Pubblico**

*La stima ad aprile 2020*

**2.465 miliardi (forte aumento)**

Intervallo confidenza al 95%: **2.456 – 2.474 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 giugno 2020

*La stima a giugno 2020*

**Compreso tra 2.473 e 2.482 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 agosto 2020

*La stima a dicembre 2020*

**Compreso tra 2.550 e 2.580 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà febbraio 2021

### **Variazione PIL**

*Stima PIL 2° trimestre 2020: tra -8 e -12%*

*Stima PIL 2° trimestre 2020: tra +11 e +15%*

*Stima PIL 2° trimestre 2020: tra +3 e +6%*

*Stima PIL 2020: tra -6 e -9%*

### **Stima preliminare dei Ratio**

*Scenario base: Debito/PIL 157%; deficit/PIL 10%*

*Scenario peggiore: Debito/PIL 160%; deficit/PIL 12%*

### **Spesa per Interessi**

*Stima Mazziere Research spesa lorda ad aprile 2020: 21,4 miliardi.*

*Stima Mazziere Research spesa lorda a fine 2020: 62,7 miliardi.*

*Stima Mazziere Research spesa netta 1° trimestre 2020: 9,7 miliardi.*

*Stima Mazziere Research spesa netta a fine 2020: 58,6 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.*

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

## Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*  
Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*  
Banca d'Italia, *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2020*, 29 aprile 2020  
Banca d'Italia, *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*  
Banca d'Italia, *Relazione annuale*  
Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico  
Banca d'Italia, *Debito delle Amministrazioni locali*  
Banca d'Italia, *Bollettino Economico*  
Banca d'Italia, *Moneta e Banche*  
Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*  
Banca d'Italia, *Tassi di interesse*  
Centro Studi Confindustria, *Congiuntura Flash*  
Centro Studi Confindustria, *Scenari economici*  
Centro Studi Confindustria, *Indagine rapida sulla produzione industriale*  
Cerved, *Rapport Cerved PMI 2019*  
Corte dei conti, *Memoria della Corte dei conti sul Documento di economia e finanza 2020*, 29 aprile 2020  
DBRS, *DBRS Morningstar Confirms Republic of Italy at BBB (high), Trend changed to Negative*, 8 maggio 2020  
Fitch, *Fitch Downgrades Italy to 'BBB-'; Outlook Stable*, 28 aprile 2020  
Fitch, *Fitch Downgrades the UK to 'AA-'; Negative Outlook*, 27 marzo 2020  
Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 6 marzo 2020  
Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'BB'; Outlook Positive*, 24 gennaio 2020  
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*  
Inps, *Osservatorio sul precariato*  
Istat, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2020*, 29 aprile 2020  
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, *Documento di Economia e Finanza 2020*, 24 aprile 2020

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Composizione dei Titoli di Stato*, Dipartimento del Tesoro

Moody's, *Moody's affirms Sweden's Aaa ratings; maintains stable outlook*, 27 marzo 2020

Scope, *Scope revises the Outlook on Italy's BBB+ long-term ratings to Negative*, 15 maggio 2020

Standard & Poor's, *Finland 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 6 marzo 2020

Standard & Poor's, *Cyprus 'BBB-/A-3' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 6 marzo 2020

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Nota sulla congiuntura*

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione informale del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2020*, 29 aprile 2020

## **Comitato di Redazione**

*Maurizio Mazziero è un analista finanziario, Socio Professional SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto di materie prime. 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 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”.*

## **Direttore scientifico**

*Gabriele Serafini. 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, scambio e distribuzione della ricchezza, sia in relazione alla loro coerenza interna che alla loro evoluzione storica.*

## **Membri della 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.*

*Aino Kianto - Lappeenranta University of Technology*

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

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

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

*Vanzago, 20 maggio 2020*



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

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

## I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziero Research

<i>Italia: economia a fine 2019</i>	19 febbraio 2020
<i>Italia 3 trim 2019: Pil, debito &amp; Co.</i>	21 novembre 2019
<i>Italia: economia a metà 2019</i>	19 settembre 2019
<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 Mazziero Research

*Speciale NaDEF 2018*

8 ottobre 2018

# MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2020

Rivista scientifica  
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035