

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

# **Sommario**

Il barometro dell'economia italiana	Pag. 5
Introduzione a cura di Maurizio Mazziero	Pag. 7
I rating	
Rating: situazione tranquilla e forse sorprese in positivo	Pag. 8
Il debito pubblico	
Debito: piccolo calo di fine anno, ma ora si riparte al rialzo	Pag. 9
Le entrate e le uscite	
Entrate e uscite: non ci siamo	Pag. 10
Lo stock di Titoli di Stato	
Nel 2020 emessi 137 miliardi di titoli in più	Pag. 11
Spesa per interessi in calo	Pag. 12
Gli acquisti della BCE	
Titoli di Stato: 25,3% in mano alla banca centrale	Pag. 13
Il Prodotto Interno Lordo	
PIL 2021 a +4,7%	Pag. 14
Produzione industriale in pausa, commercio in altalena	Pag. 15
Il mercato del lavoro	
Nel 2020 persi 444 mila posti di lavoro, in gran parte donne	Pag. 16
L'inflazione	
Inflazione: siamo solo all'inizio	Pag. 18
Approfondimenti	
Il commento di Andrew Lawford:	
Whatever it takes	Pag. 19
Note economiche di Gabriele Serafini:	
Perché la riduzione del debito pubblico passa per il Recovery Fund	Pag. 25
Conclusioni a cura di Maurizio Mazziero	Pag. 32
Appendice	Pag. 33
Sommario delle stime Mazziero Research	Pag. 35
Bibliografia	Pag. 36
I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziero Research	Pag. 39

#### **AUTORI**

Per l'Osservatorio: Maurizio Mazziero

Per gli Approfondimenti: Andrew Lawford e Gabriele Serafini

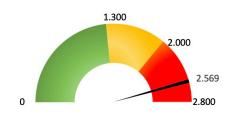
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

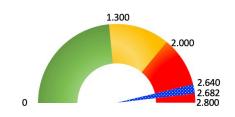
# Il barometro dell'economia italiana

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

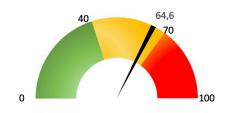
Debito pubblico a dicembre 2020 (€mld)



Debito pubblico stima a giugno 2021 (€mld)



Stima spesa interessi 2021 (€mld)



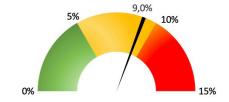
Stima PIL Annuale 2021



Inflazione Annuale (NIC)



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 o 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.

Un Paese con il nostro debito non ha tesoretti Frase attribuita a Mario Draghi

# **Introduzione**

Siamo nei cento giorni di luna di miele del Governo Draghi, quello dove quasi tutto è permesso e lasciato fare dai partiti. Poi, pur con la grande maggioranza a sostegno, non tarderanno ad arrivare i distinguo, i protagonismi, le dichiarazioni per mantenere vivo il consenso degli elettori.

Le aspettative nei confronti di questo Governo sono estremamente elevate, ma soprattutto ciascuno ha visto in Mario Draghi quello che voleva vedere e quindi il Presidente del Consiglio ha pochissimo tempo per calare nel concreto dei provvedimenti che diano un beneficio reale.

Non vi sono dubbi che la squadra di Governo riuscirà a mettere a punto un Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) idoneo a ricevere i 209 miliardi del Next Generation EU, ma poi emergeranno le criticità dell'applicazione pratica: le pastoie burocratiche, le proteste locali per le grandi opere, i gruppi di interesse poco inclini a cedere privilegi e soprattutto il rispetto dei tempi.

Cosa ne sarà di questi progetti se a un certo punto la politica vorrà riprendere in mano il timone e darà un ben servito a Draghi?

Probabilmente opere incompiute, riforme abbozzate, tante pagine scritte sui documenti di programmazione senza applicazione e tanto, tantissimo debito.

E proprio il debito, ora passato in secondo piano, tornerà alla ribalta una volta rientrata la pandemia.

Maurizio Mazziero

Ricordiamo che ogni mese la Mazziero Research aggiorna le stime su Debito, PIL e spesa per interessi informando Governo, Banche centrali, Uffici studi e Stampa; tutte le stime vengono inoltre pubblicate nel proprio sito.

# Il rating

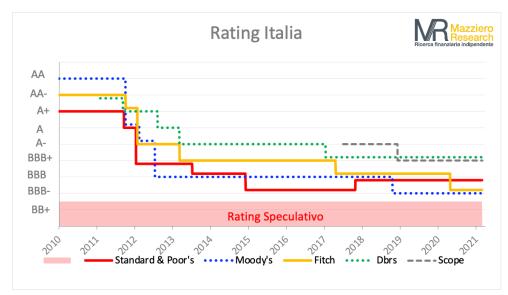


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi (Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

# Rating: situazione tranquilla e forse sorprese in positivo

Sul fronte del Rating la situazione si può definire tranquilla, non vi sono particolari tensioni e la guida del Governo a Mario Draghi ha posto un sigillo di stabilità e concretezza sia in ambito interno che internazionale.

I benefici effetti non si sono fatti attendere sullo spread tra BTP e Bund che, innalzatosi durante gli ultimi giorni del Governo Conte, è sceso sino a 90 punti e potrebbe ancora diminuire portando il rendimento del decennale intorno a 0,20-0,30% dove da tempo troviamo i Bond spagnoli.

Al momento la maggioranza dei partiti sembrerebbe aver imboccato la strada della responsabilità, accantonando i protagonismi personali; se la situazione rimanesse tale e se il Governo riuscisse a presentare velocemente un Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) a Bruxelles si potrebbe persino assistere a un miglioramento dell'outlook da parte di qualche agenzia.

Il primo appuntamento è a inizio marzo con Scope, società di valutazione minore, ma le vere prove d'esame arriveranno ad aprile con Standard & Poor's e DBRS e soprattutto a maggio con Moody's, che insieme a Fitch, giudica l'Italia a un solo gradino dal rating spazzatura.

Data di valuta:	zione Agenzia	Rating attuale	Outlook	Stabilito in data	Esito	Nuovo rating
	05/03/21 Scope	BBB+	Negativo	15/05/20		
Mazziero Research	23/04/21 Standard & Poor's	BBB	Stabile	23/10/20		
Ricerca finanziaria indipendente	30/04/21 DBRS	BBB high	Negativo	08/05/20		
	07/05/21 Moody's	Baa3	Stabile	19/10/18		
	04/06/21 Fitch	BBB-	Stabile	28/04/20		
	20/08/21 Scope	BBB+	Negativo	15/05/20		
	22/10/21 Standard & Poor's	BBB	Stabile	23/10/20		
	29/10/21 DBRS	BBB high	Negativo	08/05/20		
	05/11/21 Moody's	Baa3	Stabile	19/10/18		
	03/12/21 Fitch	BBB-	Stabile	28/04/20		

Tabella 1: Calendario delle valutazioni del Rating italiano nel 2021 (Elaborazione su dati delle singole agenzie)

# Il debito pubblico



Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime a giugno 2021 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziero Research)

# Debito: piccolo calo di fine anno, ma ora si riparte al rialzo

A dicembre il debito è diminuito di 17 miliardi rispetto al mese precedente; un calo che si presenta ogni anno e che contribuisce a migliorare i dati statistici a consuntivo come debito/PIL e deficit/PIL.

Tuttavia, nel 2020 la diminuzione è stata molto inferiore rispetto agli anni precedenti, come si può osservare dalla **Figura 3**, confermando la condizione di stress dei conti pubblici negli ultimi 12 mesi.

Occorre ricordare che il 2020 è iniziato con un debito di 2.410 miliardi, il dato di fine anno a 2.569 miliardi conferma un record storico nell'aumento pari a 159 miliardi: uno strascico degli effetti economici della pandemia che si trascinerà nel tempo e che per sanarlo richiederà sacrifici o peggio tassi elevati di inflazione per diversi anni.

Come si può osservare dalla **Figura 2** stimiamo una forte ripartenza del debito già da gennaio 2021, con una progressione che potrebbe portare vicino alla soglia dei 2650 miliardi entro il primo semestre dell'anno.



Figura 3: Calo debito tra novembre e dicembre di ciascun anno (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### Le entrate e le uscite

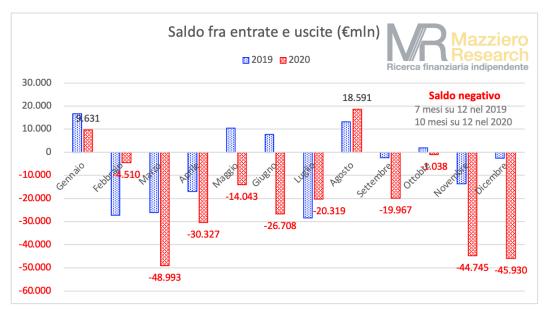


Figura 4: Saldo tra entrate e uscite statali, confronto 2019 e 2020 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

#### Entrate e uscite: non ci siamo

La **Figura 4** riporta il confronto aggiornato delle entrate e uscite del 2020 rispetto al 2019. Nel 2019, 7 mesi su 12 presentavano un saldo negativo, mentre l'anno scorso i mesi con uscite maggiori delle entrate sono stati 10 su 12; infatti, solo gennaio e agosto hanno avuto entrate che sono risultate capienti rispetto alle uscite. Ma l'aspetto forse più preoccupante è che nel 2020 lo sbilancio fra entrate e uscite ha raggiunto i 228 miliardi mentre nel 2019 si era limitato a 67 miliardi, una cifra di molto inferiore ma pur sempre di entità elevata.

Nella **Tabella 2** abbiamo svolto una ricognizione delle entrate tributarie da gennaio a novembre confrontando il 2020 con il medesimo periodo dell'anno scorso. Come si può notare vi sono due situazioni contrapposte tra imposte dirette e indirette: le prime presentano un aumento rispetto al 2019, mentre le seconde mostrano un forte calo.

La ragione per cui si assiste al calo degli introiti IVA e delle accise è sotto gli occhi di tutti, la diminuzione dei consumi e della mobilità ha generato anche minori entrate. Ma per quale ragione le imposte dirette sono aumentate?

La motivazione più ovvia è che, anche in presenza di forti acconti di imposta, la liquidazione fiscale avviene di norma l'anno successivo e quindi i maggiori introiti riguardano i redditi del 2019. Per lo stesso motivo, la situazione potrebbe capovolgersi l'anno prossimo quando probabilmente si avrà una ripresa delle imposte indirette, mentre IRPEF e IRES rispecchiando i redditi del 2020 vedranno una sensibile riduzione, prolungando gli effetti nefasti della pandemia sui conti pubblici.

Gennaio-Novembre 2020	2019	2020	Var. €mIn	Var %
Totale	404.912	393.646	-11.266	-2,8%
Imposte dirette	213.054	225.568	12.514	5,9%
IRPEF	170.104	170.606	502	0,3%
IRES	21.219	29.613	8.394	39,6%
Imposte indirette	191.858	168.078	-23.780	-12,4%
IVA	117.520	104.572	-12.948	-11,0%
Oli minerali	22.380	18.767	-3.613	-16.1%

Tabella 2: Confronto entrate tributarie 2019 -2020 (Elaborazione su dati Ragioneria Generale dello Stato)

### Lo stock di Titoli di Stato

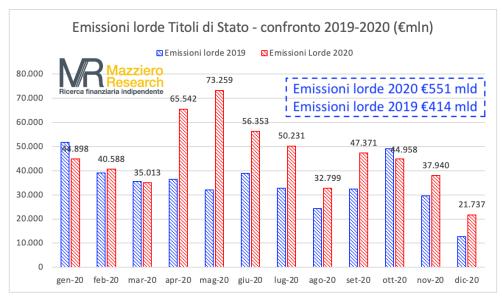


Figura 5: Confronto 2019-2020 emissioni lorde titoli di Stato (€mln) (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

# Nel 2020 emessi 137 miliardi di titoli in più

Per finanziare 159 miliardi di debito nel 2020 sono stati emessi 137 miliardi di titoli di Stato in più; la **Figura 5** mostra il confronto fra 2020 e 2019 delle emissioni lorde mensili di titoli di Stato ed è possibile notare come quasi tutti i mesi gli istogrammi di colore rosso (2020) siano maggiori rispetto a quelli di colore blu (2019).

Il carico maggiore di queste emissioni è relativo ai BTP il cui circolante cresce di 102 miliardi, ma anche i titoli a breve come i BOT aumentano la loro quota di 7 miliardi; la nuova tipologia di titoli BTP Futura ha visto emissioni per 12 miliardi.

La **Figura 6** riporta le scadenze mensili sino a fine anno e come si può notare vi sono mesi con importi particolarmente elevati e superiori a 35 miliardi.



Figura 6: Scadenze Titoli di Stato sino a dicembre 2021 (€mln) (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

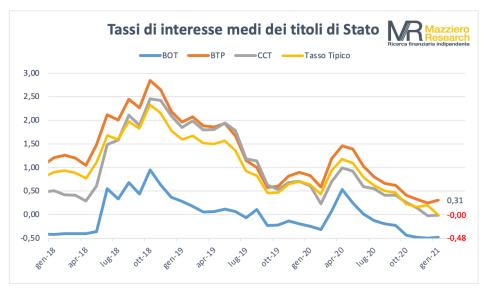


Figura 7: Tassi di interesse medi dei titoli di Stato (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

# Spesa per interessi in calo

L'andamento delle nuove emissioni resta favorevole, con un continuo calo dei rendimenti favorito anche dalla recente fiducia al Governo Draghi. Il tasso tipico nella **Figura** 7 indica il rendimento medio pesato per tipologia di titoli di Stato ed è attualmente pari allo 0,00%. Pur con un circolante maggiore, stimiamo nel 2021 una spesa lorda per interessi a 64,6 miliardi (**Figura 8**) leggermente in calo rispetto ai 65,6 miliardi del 2020; ulteriori revisioni al ribasso potrebbero intervenire nel caso di un avvicinamento dei nostri rendimenti a quelli dei Bonos spagnoli decennali, attualmente a circa 30 basis point inferiori ai nostri.

Da una nostra analisi di sensibilità ai tassi si può considerare ogni ulteriore ribasso medio dello 0,50% nei rendimenti capace di portare un beneficio alla spesa per interessi di circa 400 milioni al mese pari a 4,8 miliardi l'anno.



Figura 8: Stima spesa per interessi a fine 2021 (Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziero Research)

# Gli acquisti della BCE

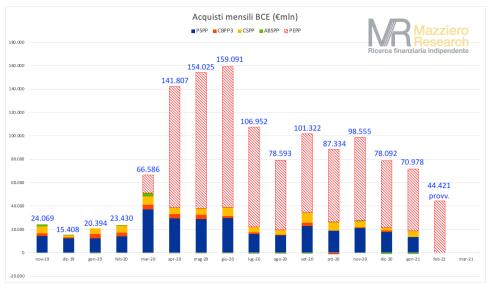


Figura 9: Acquisto titoli della BCE durante il QE2+PEPP (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

# Titoli di Stato: 25,3% in mano alla banca centrale

Il ritmo degli acquisti da parte della banca centrale si sta progressivamente assottigliando (**Figura 9**), anche il Programma di emergenza pandemico effettua acquisti ben al di sotto degli importi che lo porterebbero a raggiungere i 1.850 miliardi a marzo 2022 (acquistati a gennaio 57 miliardi contro i 74 miliardi consentiti).

Ciò conferma una situazione in via di normalizzazione sul fronte del finanziamento del debito pubblico europeo, senza particolari tensioni sul fronte dei rendimenti che restano a livelli prossimi allo zero o negativi.

La quota di titoli di Stato italiani detenuta dalla BCE/Banca d'Italia in rapporto al circolante totale è ormai giunta al 25,3% (**Figura 10** porzione in giallo). Occorre notare come la quota assorbita dal mercato (**Figura 10** porzione in grigio) non presenti particolari spinte verso l'alto a fronte di un aumento del circolante, ciò significa che la banca centrale ha assorbito le maggiori emissioni senza pesare sul mercato ed evitando un rialzo dei rendimenti.

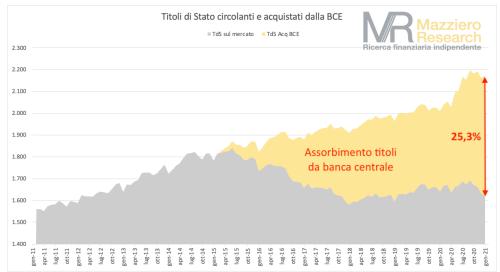


Figura 10: Percentuale di acquisti di titoli italiani dalla BCE (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea e Banca d'Italia)

### Il Prodotto Interno Lordo



Tabella 3: Stime di evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale (Elaborazione Mazziero Research su modelli proprietari)

### PIL 2021 a +4,7%

Le stime preliminari Istat hanno confermato perfettamente le nostre previsioni per un PIL al 4° trimestre 2020 di -2,0% e annuale al -8,8%; si tratta ovviamente di una prima rilevazione che andrà confermata.

Per il 2021 stimiamo una ripresa (**Tabella 3**), dapprima lieve (+0,3% nel 1° trimestre) e poi in accelerazione nel 2° e 3° trimestre (+1,8% e +2,4% rispettivamente) a cui seguirebbe una momentanea contrazione nel 4° trimestre (-2,1%).

Il risultato annuale si collocherebbe intorno al +4,7%, al di sopra delle stime più diffuse. Il PIL riuscirebbe così a superare nel 3° trimestre i livelli pre-pandemia, a cui seguirebbe un arretramento al di sotto di tale soglia nel 4° trimestre (**Figura 11**).

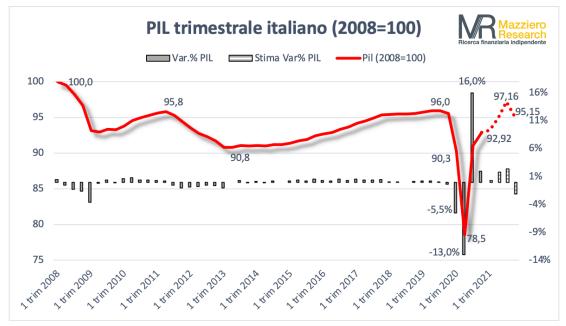


Figura 11: PIL italiano dal 2008 e stime sino a fine 2021 (Elaborazione Mazziero Research su dati Istat)

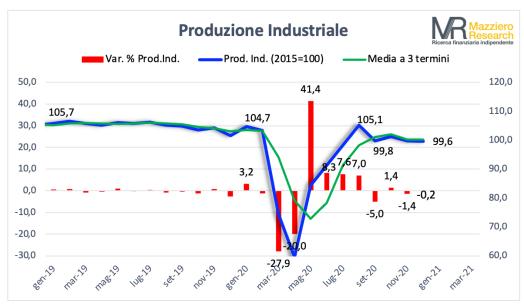


Figura 12: Produzione industriale da gennaio 2019 a dicembre 2020 (Elaborazione su dati Istat)

### Produzione industriale in pausa, commercio in altalena

Il recupero della produzione ha perso colpi e sembra stabilizzarsi ben al di sotto dei livelli pre-pandemici (**Figura 12**); difficile dire se sia solo una pausa prolungata o se invece sia una debolezza destinata a durare.

Più altalenante il commercio al dettaglio, che dopo il forte recupero che ha permesso di recuperare i livelli pre-pandemici ha subito un brusco arretramento a novembre, seguito da un modesto recupero a dicembre (**Figura 13**).

Il commercio elettronico continua a mantenersi in buona salute con un aumento del valore delle vendite su base annua del 33,8%.



Figura 13: Commercio al dettaglio da gennaio 2019 a dicembre 2020 (Elaborazione su dati Istat)

### Il mercato del lavoro

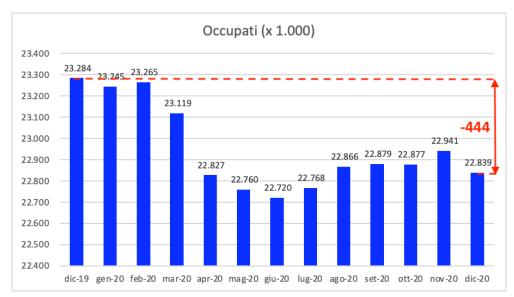


Figura 14: Occupati da dicembre 2019 a dicembre 2020 (Elaborazione su dati Istat)

# Nel 2020 persi 444 mila posti di lavoro, in gran parte donne

L'aumento degli occupati ha subito una battura di arresto a dicembre con un calo di 102 mila unità rispetto al mese precedente, ma è il saldo annuale che desta la maggiore preoccupazione: da fine 2019 a fine 2020 si sono persi 444 mila posti di lavoro (**Figura 14**) in gran parte donne.

La **Tabella 4** mostra il numero di occupati suddiviso per genere e si può notare come questi 444 mila posti di lavoro in meno siano stati in larga parte persi dalle donne (-312 mila, -3,17% su base annua) a fronte di 132 mila occupati in meno sul lato maschile (-0,98% su base annua).

Anche sul tasso di disoccupazione troviamo differenze di genere, nel 2020 questo è passato dal 8,8% al 8,3% per gli uomini, mentre le donne sono passate dal 10,7% al 10,0% (**Tabella 5**). Il genere femminile continua ad essere penalizzato nel mondo del lavoro e si presume che queste occupazioni perse saranno ancora più difficili da recuperare.

(migliaia)	Occupati Maschi	Occupati Femmine	Occupati Totali	
dic-19	13.441	9.842	23.284	
dic-20	13.309	9.530	22.839	
Variazione	-132	-312	-444	
Variazione %	-0,98%	-3,17%	-1,91%	

Tabella 4: Variazione occupati per genere da dicembre 2019 a dicembre 2020 (Elaborazione su dati Istat)

(tasso %)	Disoccupati Maschi	Disoccupati Femmine	Disoccupati Totali	
dic-19	8,8%	10,7%	9,6%	
dic-20	8,3%	10,0%	9,0%	

Tabella 5: Tasso disoccupazione per genere dicembre 2019 e dicembre 2020 (Elaborazione su dati Istat)

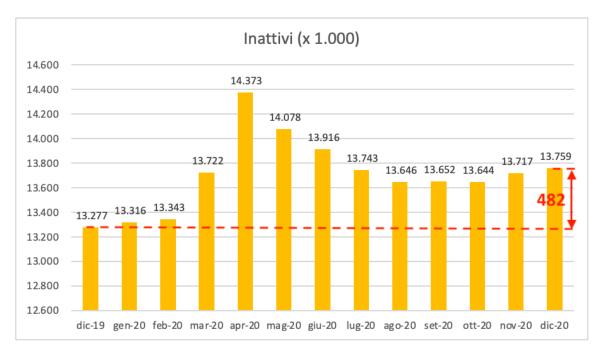


Figura 15: Inattivi da dicembre 2019 a dicembre 2020 (Elaborazione su dati Istat)

La discesa del tasso di disoccupazione dal 9,6% al 9,0% nel 2020 potrebbe apparire un controsenso a fronte dei 444 mila posti di lavoro persi; la ragione è da ricercarsi nell'aumento degli inattivi per 482 mila unità (**Figura 15**); ricordiamo che si definiscono inattivi coloro che non hanno svolto una ricerca attiva di lavoro nelle ultime quattro settimane e quindi vengono esclusi dal calcolo delle forze di lavoro composte da occupati e disoccupati.

Non bisogna dimenticare che il mercato del lavoro è ancora più sottile di quanto emerga da questi dati, infatti molti dipendenti non sono rientrati in piena attività; lo si riscontra nell'entità della cassa integrazione che a fine dicembre ammontava a 132 milioni di ore, molto al di sopra delle 20 milioni di ore mensili del primo trimestre del 2020 (**Figura 16**).

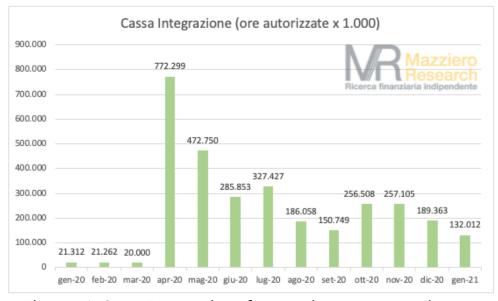


Figura 16: Cassa Integrazione da gennaio 2020 a gennaio 2021 (Elaborazione su dati INPS)

# L'inflazione



Figura 17: Valori di inflazione dell'indice NIC (Elaborazione su dati Istat)

# Inflazione: siamo solo all'inizio

Dopo quasi un anno torna positiva l'inflazione annua misurata dall'indice NIC (**Figura 17**), un valore che si riscontra oggi sull'indice generale, ma che era ben presente su alcuni aggregati (si veda a tal riguardo anche il precedente Osservatorio).

Spinge ancora verso l'alto l'inflazione relativa ad alimentari, bevande alcoliche e tabacchi, ma sono soprattutto i beni energetici che tornano prepotentemente a salire (**Figura 18**).

Apparentemente l'indice generale IPCA e la componente di fondo, che esclude i beni alimentari non lavorati e i beni energetici, si mostrano ancora deboli, principalmente per il contributo negativo dei beni semidurevoli (abbigliamento e calzature) calmierati dai saldi stagionali.

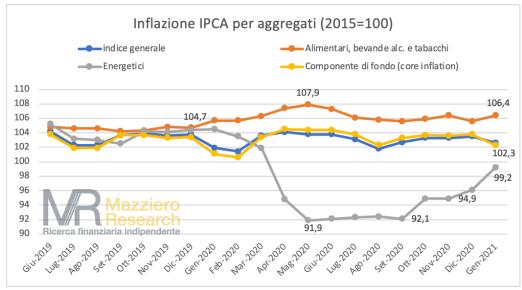


Figura 18: Inflazione IPCA tendenziale per aggregati (Elaborazione su dati Istat)

# **Approfondimenti**

### Whatever it takes

(Il commento) di *Andrew Lawford, CFA* 

Ogni anno, la pubblicazione del Global Pension Index, uno studio congiunto tra Mercer, CFA Institute e Monash University in Australia, permette di monitorare i sistemi pensionistici di diversi paesi nel mondo. I paesi partecipanti all'indice sono aumentati negli anni ed attualmente se ne contano 39, tra cui l'Italia. I sistemi pensionistici vengono giudicati nella loro totalità, ovvero combinando tutti gli aspetti che in qualche modo formano la struttura delle pensioni di una nazione, che siano di origine statale o privato, ovvero tiene in considerazione tutti i "pilastri" del sistema.

Dei 39 paesi compresi nello studio, l'Italia si colloca al 29 esimo posto con un valore globale di 51,9 (il massimo teorico sarebbe 100), molto sotto le prestazioni migliori garantite dai Paesi Bassi (1° posto con un valore globale di 82,6), ma per fortuna anche abbastanza lontano dalle prestazioni peggiori garantite dalla Tailandia (39° posto con un valore globale di 40,8). La tabella completa è riportata alla pagina seguente.

System	Our History Live	Sub-Index Values				
	Overall Index Value	Adequacy	Sustainability	Integrity		
Argentina	42.5	54.5	27.6	44.4		
Australia	74.2	66.8	74.6	85.5		
Austria	52.1	64.4	22.1	74.6		
Belgium	63.4	74.6	32.4	88.9		
Brazil	54.5	72.6	22.3	70.7		
Canada	69.3	68.2	64.4	77.8		
Chile	67.0	56.5	70.0	79.6		
China	47.3	57.4	36.2	46.7		
Colombia	58.5	62.5	45.5	70.5		
Denmark	81.4	79.8	82.6	82.4		
Finland	72.9	71.0	60.5	93.5		
France	60.0	78.7	40.9	57.0		
Germany	67.3	78.8	44.1	81.4		
Hong Kong SAR	61.1	54.5	50.0	87.1		
India	45.7	38.8	43.1	60.3		
Indonesia	51.4	45.7	45.6	68.7		
Ireland	65.0	74.7	45.6	76.5		
Israel	74.7	70.7	72.4	84.2		
Italy	51.9	66.7	18.8	74.4		
Japan	48.5	52.9	35.9	59.2		
Korea (South)	50.5	48.0	53.4	50.3		
Malaysia	60.1	50.1	58.6	78.0		
Mexico	44.7	36.5	55.8	42.2		
Netherlands	82.6	81.5	79.3	88.9		
New Zealand	68.3	63.8	62.9	82.9		
Norway	71.2	73.4	55.1	90.3		
Peru	57.2	59.5	49.2	64.6		
Philippines	43.0	38.9	53.4	34.8		
Poland	54.7	59.9	40.7	65.9		
Saudi Arabia	57.5	59.6	51.6	62.4		
Singapore	71.2	74.1	59.9	82.5		
South Africa	53.2	43.0	46.7	78.3		
Spain	57.7	71.0	27.5	78.5		
Sweden	71.2	65.2	72.0	79.8		
Switzerland	67.0	59.5	64.2	83.1		
Thailand	40.8	36.8	40.8	47.3		
Turkey	42.7	44.2	24.9	65.3		
UK	64.9	59.2	58.0	83.7		
USA	60.3	58.9	62.1	59.9		
Average	59.7	60.8	50.0	71.3		

Tabella: Mercer CFA Institute Global Pension Index 2020

Il giudizio globale dell'indice è composto da tre sub-indici che riportano valori per "adeguatezza" (40% di peso nel giudizio globale), "sostenibilità" (35% di peso nel giudizio globale) e "integrità" (25% di peso nel giudizio globale). La composizione di queste voci per l'Italia dovrebbe far riflettere, perché il sistema è ritenuto buono dai punti di vista dell'adeguatezza e integrità, ma risulta all'ultimo posto per quanto riguarda la sostenibilità, con un voto di appena 18,8, mentre la stragrande maggioranza dei paesi studiati si sono aggiudicati voti superiori a 40 per questa voce.

Vediamo nel dettaglio in che cosa consiste il giudizio sulla sostenibilità del sistema pensionistico. Prende in considerazione i seguenti fattori:

- Le iscrizioni a forme di previdenza complementare;
- Le riserve detenute dai vari sistemi di previdenza;
- I fattori demografici nel contesto della maturazione del diritto al pensionamento (tasso di fertilità, dipendenza e aspettative di vita);
- I contributi obbligatori a riserve pensionistici (nel caso dell'Italia si tratta esclusivamente del TFR, considerando che INPS non ha riserve);
- Il tasso di partecipazione alla forza del lavoro tra le persone con età superiore a 55 anni;
- Il livello del debito pubblico;
- La possibilità di prelevare dalle riserve pensionistiche prima di aver maturato il diritto alla pensione;
- La crescita economica della nazione.

Come sarà facile intuire, l'Italia è in netto svantaggio su tutti i fronti che influiscono sulla sostenibilità del proprio sistema pensionistico, considerando che le pensioni provengono quasi totalmente da INPS, le cui prestazioni vengono finanziate attraverso i contributi dei lavoratori in attività, più i trasferimenti correnti dallo Stato. Il peso schiacciante dei contributi INPS sul reddito lordo dei lavoratori, combinato con le altre voci che formano la pressione fiscale per chi lavora, è tale da lasciare poco spazio per forme di previdenza complementari, che teoricamente potrebbero alleviare lo stress sul sistema pensionistico statale.

Che cosa c'entra il discorso sopra con il titolo dell'articolo, che è stato preso in prestito dal famoso discorso del 2012 in cui Mario Draghi, governatore della BCE, ha promesso di fare "qualunque cosa ci possa servire" per salvaguardare l'Euro? Le riflessioni dello studio di Mercer sono utili da considerare nel contesto della nostra congiuntura attuale, perché rischiamo, nel prossimo futuro, di mettere in atto delle politiche che aumenteranno l'insostenibilità dell'economia italiana.

Sull'orientamento economico di Draghi ci devono essere pochi dubbi. Ha aggiornato il suo manifesto poco meno di un anno fa in un articolo sul Financial Times. Si dichiara favorevole, oppure ritiene che sia inevitabile attuare queste misure:

- Un significativo aumento del debito pubblico;
- L'assorbimento nel bilancio statale dei debiti contratti dal settore privato per compensare il calo del reddito;

In particolare, la seguente frase dell'articolo può essere l'espressione perfetta della politica espansiva del momento:

"Livelli di debito pubblico molto più elevati diventeranno una caratteristica permanente delle nostre economie e andranno di pari passo con misure di cancellazione del debito privato."

Da un certo punto di vista, la posizione di Draghi e il tempismo del suo invito a presentarsi al Quirinale sono invidiabili. Solitamente un governo tecnico viene chiamato per fare il "lavoro sporco" che i politici normali non hanno avuto il coraggio di fare, ma questa volta lo scenario è diverso. Draghi gode di una fiducia sconfinata da parte dell'Unione Europea, i cui massimi esponenti solitamente guardano con occhi molto scettici agli avvenimenti politici in Italia. Si troverà, sì, a dover presentare un piano di riforme, ma in un contesto europeo che è più che d'accordo sulla necessità di espandere la spesa pubblica - che la parola "austerità" non si senta mai più! Il fiume di denaro in arrivo presenta il problemino del lento "tasso di assorbimento" (ovvero che non si riescono ad impegnare i soldi disponibili) - ma dal punto di vista di un politico, è davvero il problema che tutti si sognano di avere!

A voler essere scettico sulle prospettive di successo dell'impresa che Draghi si trova ad affrontare, si potrebbe constatare che la fiducia in lui permetterà all'Italia di fare un ulteriore passo verso quella trappola del debito pubblico che questo Osservatorio evidenzia ormai da troppo tempo. È lecito domandarci se Draghi non uscirà di scena prima di portare a termine il suo piano di riforme, lasciando l'Italia con debiti mai visti e una profonda crisi di fiducia all'interno

dell'UE. Nonostante i soprannomi che gli vengono donati, Draghi non è superman, e si trova ad affrontare una sfida che potrebbe definire il futuro sia dell'Italia che dell'UE. Le aspettative sono tante, ma il rischio concreto è che l'Italia rimanga al suo posto: il malato d'Europa, inaffidabile ed inefficiente - e con ancora più debiti di prima.

È giusto parlare di trappola del debito perché l'attuale contesto di tassi estremamente ridotti o addirittura negativi (perfino l'Italia è riuscita ad emettere BTP con un rendimento a scadenza negativo!) fanno pensare che aumentare l'indebitamento è senza conseguenze. Tuttavia, anche un prestito a tasso zero deve essere ripagato, e così sarà per il nuovo indebitamento contratto oggi. Arriverà una data di scadenza per i nuovi prestiti e non riusciremo a rimborsarli se non attraverso nuove emissioni di titoli di debito, il che significa che sono i tassi d'interesse di domani che ci devono preoccupare, non quelli di oggi. Non possiamo seriamente prevedere tassi a zero per sempre, ma Draghi lo fa nell'articolo citato!

"Va ricordato che alla luce dei livelli attuali e dei probabili livelli futuri dei tassi d'interesse, l'aumento del debito pubblico non comporterà costi di servizio."

Peccato che non si è preoccupato di spiegarci in che modo ripagheremo il capitale quando il nuovo debito scadrà, ma questo sarà forse un problema per chi viene dopo. L'accumulo di nuovo debito in questo modo non è sostenibile, e ciò che non è sostenibile prima o poi dovrà cambiare.

E così, torniamo al discorso di partenza sulle pensioni. Abbiamo una struttura pensionistica che, tutto sommato, promette delle buone prestazioni ai beneficiari, ma sono incompatibili con la capacità di garantirle nel lungo termine. Qualche riforma al sistema è stata fatta, ma poi arrivano i modi per aggirarle: abbiamo un'età pensionabile ufficiale a 67 anni, ma questa convive con la Quota 100 e il Progetto Donna, per citare solo un paio di programmi lanciati per riportare il sistema in terreno politicamente più comodo. È facile promettere delle buone prestazioni pensionistiche, come sarà relativamente

facile impegnare le risorse in arrivo per ripartire dopo la pandemia. La parte difficile è capire come finanziarle nel lungo termine.

Lasciamo le ultime parole allo studio del Global Pension Index, che osserva:

"La crescita significativa dell'indebitamento sovrano durante il 2020 avrà un effetto, in futuro, sulla capacità di pagare le pensioni e mantenere sistemi di protezione sociali."

Faremmo bene a riflettere se quel fiume di denaro che sta per arrivare in Italia è uno su cui è opportuno navigare, considerando l'incognita di ciò che ci aspetta man mano che si scende nella valle.

### Bibliografia

Mercer (2020), Mercer CFA Institute Global Pension Index, Mercer, Melbourne

Financial Times (25 marzo 2020): *Draghi: we face a war against coronavirus* and must mobilise accordingly

# Perché la riduzione del debito pubblico passa per il Recovery Fund

(Note economiche) di Gabriele Serafini

#### 1. Introduzione.

Sono ormai decenni che l'attenzione del pubblico si rivolge alla sostenibilità delle finanze statali, ossia all'obiettivo che le politiche economiche messe in atto siano compatibili con gli equilibri finanziari. Nel passato, economisti e politici di primo piano, quali ad esempio Irving Fisher in America e Francesco Saverio Nitti in Italia, si sono occupati dei problemi della stabilità monetaria e dei vincoli del bilancio pubblico. In questa epoca storica, però, le norme che volontariamente si sono stabilite per regolamentare l'adesione dei vari Paesi all'Unione Europea impongono vincoli che, in particolare per l'Italia, hanno spinto da quasi trent'anni a far sì che lo Stato, senza considerare gli interessi passivi pagati sul debito pubblico, spenda ogni anno di meno di quanto incassi. Questa attività non ha però permesso di ridurre il peso del debito pubblico rispetto al PIL, nonostante fosse la ragione principale della sua attuazione. Ciò in quanto, come noto, la spesa per interessi passivi sul debito pubblico è sempre stata superiore agli avanzi primari. Ultimamente, la recessione dovuta alla pandemia e la spesa pubblica per affrontarla hanno determinato un ulteriore aumento del rapporto Debito pubblico/PIL, mentre l'allentamento delle misure di rigore finanziario, a livello europeo, ha permesso che ciò avvenisse senza causare un immediato problema giuridico, oltre quello economico. È chiaro a tutti che le norme varieranno ulteriormente nel futuro, e quindi che si potrà assistere di nuovo ad un irrigidimento delle regole di finanza pubblica ma, nonostante questo, nell'intravedere la fuoriuscita dalla pandemia e quindi i problemi della ripresa economica, il Parlamento Europeo ha definitivamente approvato, in questi giorni, il Next Generation EU¹, ossia il cosiddetto Recovery Fund.

Nelle righe che seguono intendiamo quindi attirare l'attenzione sulla natura di questo intervento europeo, che in parte è ben nota e che lo sarà ancora di più nei prossimi anni, e sul rapporto che intercorre fra le modalità di finanziamento della spesa pubblica e la necessità che essa sia messa in atto. Riteniamo infatti più che mai necessario che siano discusse nell'agone politico sia la caratteristica bilaterale dei debiti/crediti, e quindi la comprensione che essi sono comunque risorse economiche, sia lo sviluppo della capacità di programmazione della spesa. Dalla modalità di reperimento delle risorse e dalle modalità di spesa delle stesse dipenderà infatti il futuro economico e politico di molte generazioni, nell'arco dei prossimi trenta/quarant'anni. Ciò in quanto la natura giuridica ed economica delle risorse reperite, nonché la natura e la struttura degli interventi di politica economica, improntano sempre i decenni a venire, quando si modifica il solco del loro fluire. E ci sembra che questo sia il caso delle recenti decisioni europee di finanziamento e spesa, programmate a livello comunitario, anche se esse sono state stabilite credendole temporanee e solo in risposta anticiclica alla pandemia.

#### 2. Il lato del finanziamento della programmazione comunitaria.

È chiaro a tutti che le risorse che ogni Paese potrà ricevere dal Recovery Fund dipendono dall'approvazione, a livello comunitario, dei piani di spesa che ciascuno di questi presenterà. Dovrebbe anche essere chiaro che il reperimento da parte della UE dei mezzi finanziari da erogare a ciascun Paese avverrà, in parte, mediante l'emissione di titoli del Debito pubblico Europeo e, per la restante parte, mediante l'erogazione di fondi comunitari derivanti dalla contribuzione di ciascuno Stato alla stessa Unione Europea. Questo significa che, dal lato della spesa, ciascuno Stato interverrà nel settore dell'economia reale, dietro approvazione delle spese programmate da parte dalla UE, mentre, dal lato del finanziamento di questa spesa, una parte dei fondi sarà raccolta direttamente dall'UE sul mercato del risparmio e una parte sarà finanziata da ciascuno Stato mediante i contributi dovuti periodicamente all'Unione

\_\_\_

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> <u>https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\_it#finanziare-il-bilancio-a-lungo-termine-e-nextgenerationeu</u>

Europea. In entrambi i casi, non si prevede che i fondi siano quindi creati mediante stampa di nuova moneta; essi saranno costituiti da Debito pubblico Europeo, che dovrà essere rimborsato, e da uscite dell'Unione Europea, che dovranno essere bilanciate da altrettante entrate.

Come più volte ho sostenuto in questo Osservatorio, riteniamo che la novità della emissione di Debito pubblico Europeo vada nella direzione di una condivisione delle sorti economiche oltre i limiti statali, rivelando la comprensione dell'attuale dimensione quanto meno continentale delle vicende economiche. Questo costituisce un primo passo di un percorso, come abbiamo già sostenuto, che dovrà però portare al passo successivo costituito dalla programmazione del finanziamento, che non preveda un indebitamento pubblico a fronte di un credito privato. In effetti si levano già voci di economisti che recentemente hanno firmato un appello<sup>2</sup> affinché il debito pubblico posseduto dalla Banca Centrale Europea sia convertito in spesa per la trasformazione economica da parte dei Paesi debitori. Tale appello è tuttavia rimasto per lo più inascoltato, perché interpretato solo come una richiesta di cancellazione del debito e quindi a diretto danno dei creditori. Questo significa che ancora non si è del tutto pronti per il passo successivo della programmazione diretta delle attività economiche da svolgere, nonostante l'appello abbia invece l'ambizione di richiedere che la raccolta di denaro da parte di ciascuno Stato sia destinata alla trasformazione economica dei relativi Paesi. Il beneficio economico del complesso del sistema indotto da questo appello sarebbe invece da intendere come una trasformazione ed aumento delle possibilità produttive. Un tale obiettivo sarebbe del resto in grado di ripagare abbondantemente la stessa BCE per i propri acquisti di Titoli di Stato, per effetto della fuoriuscita del sistema economico attuale dalla palude della stagnazione. Laddove ci sono da un lato risorse inutilizzate e dall'altro bisogni da soddisfare che non riescono ad essere coordinati, è infatti evidente la necessità di una soluzione esterna a questo dualismo in stallo. La variazione della politica comunitaria richiesta in questo appello non consiste quindi nella cancellazione del debito, quanto invece nella sua trasformazione in modifiche

\_

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> https://www.huffingtonpost.it/entry/la-bce-cancelli-i-debiti-appello-di-100-economisti-tra-cui-piketty it 601d0eb8c5b618b31987679c

strutturali dei sistemi economici europei<sup>3</sup>. Non vogliamo tuttavia occuparci di questo ma solo indicare come l'ipotesi di cancellazione del debito spinga nella direzione della individuazione dei settori nei quali investire, senza che la politica economica debba dipendere da un finanziamento privato della spesa. In tal senso, l'emissione di titoli del debito pubblico comunitari vanno nella direzione auspicata e l'appello per la trasformazione del debito proporrebbe inoltre una conversione giuridica in corsa di un debito in una spesa. Il vero passo successivo potrebbe però essere costituito dal finanziamento monetario della spesa pubblica; tuttavia esso potrebbe essere realizzato solamente superando le condizioni che ne invalidarono l'operatività effettivamente già sperimentata nei decenni passati e che portava ad altrettanti deficit di spesa accompagnati da un'alta inflazione. La ragione del fallimento della politica economica finanziata con moneta, realizzata fino agli anni Settanta del Novecento, risiedeva nella incapacità sociale di individuare una scala di priorità di bisogni da soddisfare e di programmare tempi e modi per la loro soddisfazione. Questa incapacità ha proprio e inevitabilmente determinato i vincoli di bilancio europei dal lato del finanziamento, col fine di limitare le incapacità di realizzare un'adeguata programmazione della spesa, tramite la politica economica. Per questo motivo non avrebbe senso riproporre oggi solamente un finanziamento monetario della spesa pubblica – troppo spesso confusa oltretutto con la monetizzazione del debito pubblico – perché essa fallirebbe nuovamente se si tentasse di realizzarla prima di aver maturato le capacità di programmazione della spesa, sia in quanto alla individuazione dei bisogni e delle priorità di soddisfazione, che in quanto alle modalità della sua attuazione. Veniamo così al lato della spesa.

#### 3. Le modalità della spesa pubblica.

Il Recovery Plan permette l'acquisizione dei fondi comunitari e prevede che la spesa pubblica rimanga vincolata ad un rimborso delle risorse investite. In tal senso esso permette la spesa pubblica per mezzo di un investimento di risorse

\_

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> C'è ovviamente una disputa in merito alla possibilità legale che questa richiesta possa essere soddisfatta, secondo l'attuale assetto normativo europeo. Christine Lagarde, la Presidente della BCE, sostiene infatti che la cancellazione del debito non sarebbe permessa dai Trattati, mentre i firmatari dell'appello ritengono ovviamente di sì.

private, che dovranno essere restituite. I fondi rimangono quindi in gran parte privati, anche se mediante la trasformazione finanziaria permessa dal Regolamento comunitario del Next Generation EU essi diventano giuridicamente dei fondi pubblici europei, allocati presso i differenti Paesi.

Questo significa che sino ad ora è stato condiviso a livello sovranazionale "solamente" il lato dell'indebitamento, mentre il credito rimane privato e dipendente dalle singole intenzioni degli agenti economici. Questo, nonostante la strategia comunitaria condivisa da tutti gli Stati europei manifesti una consapevolezza della necessità di coordinamento del sistema economico, che richiederebbe un superamento di tale impostazione privata del suo finanziamento. Ed allora ci chiediamo: come mai non si è ancora superata tale impostazione? E si può ipotizzare una direzione già intrapresa che porterà a questo cambiamento?

In merito alla prima domanda rileviamo che troppi decenni di abitudine a guardare lo Stato dal lato del reperimento delle sue finanze ci hanno indotto a relegare al ruolo di lamentela la mancanza di servizi pubblici, per poi giustificare tale mancanza con la dichiarazione della sua inefficienza. Come è noto, l'attenzione della mente è direzionata anche dall'abitudine dei suoi comportamenti passati e quindi la necessità di guardare alle finanze statali nei decenni passati ha impigrito la nostra capacità di osservazione dell'altro lato della presenza statale nell'economia.

Se dal lato del finanziamento molti ritengono pericolosa la condivisione del rischio finanziario fra gli Stati membri della UE, causata dalla emissione di Debito pubblico Europeo, dal lato della spesa essi molto spesso convengono sulla necessità di investimenti infrastrutturali pubblici che migliorino i sistemi economici.

L'abitudine a osservare l'indebitamento statale ha cioè permesso che l'UE generasse molteplici iniziative di coordinamento della spesa, ad iniziare dalla politica agricola europea e al progressivo aumento della dotazione dei fondi europei. Ad oggi quasi tutte le forze politiche convengono quindi che il Recovery Fund costituisca un intervento necessario, almeno nella attuale situazione di pandemia, ma ignorano che esso, in quanto costituisce una differente allocazione delle risorse esistenti, trasformerà radicalmente il sistema economico. Ed arriviamo così alla risposta alla seconda domanda. La direzione è già intrapresa ed a nostro avviso la trasformazione del sistema

economico non avverrà tanto a causa della dimensione dell'interventi, che ricordiamo è piuttosto esigua, se considerata in percentuale annua del PIL di ciascun Paese (in Italia siamo a circa 209 Miliardi in 6 anni, ossia meno di 35 Miliardi l'anno, pari a circa il 2% del PIL di ogni anno). Essa avverrà a causa della spinta che gli individui stanno imprimendo al desiderio di vedere risolti i propri problemi economici rendendosi conto di aver bisogno di aiuto. Questo aiuto sta per ora arrivando in forme inattese, quali i sostegni comunitari, e per questo non è ostacolato in quanto non riporta la mente a precedenti fallimenti. Per esser più chiari, se ciascuno legge queste righe riflettendo sulle sensazioni che prova quando pensa a determinati termini economici, si potrà facilmente rendere conto dei propri vincoli mentali. Essi costituiscono, del resto, proprio la quintessenza della crisi che viviamo. Se pensiamo a "creare deficit pubblico per finanziare la scuola", proviamo probabilmente un po' di fastidio e depressione. Se invece pensiamo ad "elaborare un Recovery Plan per lo sviluppo del capitale umano", siamo sicuramente più orgogliosi di far parte di questo progetto, che però è lo stesso di prima.

Questo per dire che le spinte si fanno sempre più forti per cercare di modificare nelle nostre menti le percezioni dei vincoli di finanza pubblica e che questo sta avvenendo perché si percepisce la necessità di superare i vincoli dei limiti di spesa nei settori reali dell'economia. Quando non c'è altro da fare che trasformare il sistema economico per uscire dalla crisi, è del resto meglio farlo essendone orgogliosi che passando attraverso disastri sociali.

#### 4. Conclusioni.

Comunque lo si intenda concretamente, quindi, il coordinamento dell'impiego delle risorse economiche ad un livello internazionale è già stato intrapreso e rappresenta l'unica strada percorribile perché ci si attivi per produrre ciò che serve per soddisfare i bisogni. La trasformazione indotta nei settori reali dell'economia è ormai già avviata e la trasformazione della strategia europea ne è al contempo un risultato e sarà la causa di ulteriori trasformazioni. Il settore finanziario dell'economia europea è stato quello maggiormente considerato nei Trattati e nelle riflessioni politiche nazionali ed internazionali ma il passo verso l'attenzione a livello europeo anche verso il settore reale

dell'economia è ormai compiuto, anche se alcuni sono ancora distratti dallo sguardo alle regole finanziarie.

La sequenza che quindi ipotizziamo per il futuro prevede che, così come lo sguardo alle regole di stabilità finanziaria ha distratto l'attenzione sull'arrivo del coordinamento europeo della politica fiscale - che si sta realizzando tramite l'emissione del Debito pubblico Europeo - così l'attenzione dei prossimi anni per la spesa dovuta al mutamento della politica economica, potrà permettere di stabilire le modifiche alle forme del suo finanziamento, superando l'attuale impostazione incentrata sui vincoli di bilancio. In questo modo si prevederanno sicuramente differenti forme di reperimento delle risorse, incentrate più sulla differente allocazione delle risorse nel sistema economico, che sull'emissione di debito pubblico, fondata sul "prendere e dare a prestito", tipico di un'economia ottocentesca. Non impiegheremo meno di qualche decennio per renderci compiutamente capaci di questo, ma già nel corso del prossimo decennio il cambiamento sarà radicale.

# Conclusioni

a cura di Maurizio Mazziero

Secondo le nostre stime l'Italia nel 2021 crescerà del 4,7%, con una dinamica crescente nei primi tre trimestri (+0,3%, +1,8% e +2,4%) e un rallentamento nell'ultimo quarto (-2,1%).

Verranno così momentaneamente superati i livelli pre-pandemia, ma si terminerà l'anno leggermente al di sotto.

Il debito, attualmente a 2.569 miliardi, riprenderà a crescere nel primo semestre dell'anno portandosi a un livello compreso tra 2.640 e 2.682 miliardi.

Il finanziamento giungerà dalle emissioni di titoli di Stato, con emissioni lorde in linea o leggermente superiori a quelle dell'anno scorso (551 miliardi contro 414 miliardi del 2019). Le maggiori emissioni non peserebbero sul mercato, ma verrebbero assorbite dagli acquisti della banca centrale, giunta a detenere il 25,3% del circolante italiano.

L'andamento discendente dei rendimenti sui titoli di Stato dovrebbe continuare ancora per qualche tempo favorendo la spesa lorda per interessi che stimiamo in 64,6 miliardi, 1 miliardo in meno del 2020.

Al momento non vi sono problemi per la sostenibilità del debito, grazie al programma acquisti dei titoli di Stato e ai bassi rendimenti, tuttavia i problemi potrebbero emergere una volta terminata la pandemia con il ripristino del Patto di Stabilità europeo.

**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.

# **Appendice**

(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%	2,609
Anno 2001	1.255.738	57.446	1.692.703	1.420.027	3,30%	108,90%	4,68%	2,309
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%	2,309
Anno 2005	1.436.380	38.651	1.737.642	1.591.581	4,20%	106,60%	2,92%	2,209
Anno 2006	1.493.031	56.652	1.768.757	1.657.513	3,60%	106,70%	4,10%	2,209
Anno 2007	1.554.199	61.168	1.795.059	1.677.700	1,50%	103,90%	3,96%	2,009
Anno 2008	1.575.144	20.945	1.777.791	1.738.519	2,70%	106,10%	1,34%	3,509
Anno 2009	1.519.695	-55.449	1.683.907	1.839.115	5,30%	116,60%	-3,56%	0,809
Anno 2010	1.605.694	85.999	1.712.757	1.920.661	4,20%	119,20%	2,08%	1,609
Anno 2011	1.637.463	31.769	1.724.872	1.973.483	3,70%	119,70%	1,94%	2,909
Anno 2012	1.613.265	-24.198	1.673.455	2.054.753	2,90%	126,50%	-0,85%	3,309
Anno 2013	1.604.599	-8.666	1.642.646	2.136.226	2,90%	132,40%	-0,60%	1,309
Anno 2014	1.627.406	22.807	1.642.571	2.202.996	3,00%	135,40%	0,10%	0,209
Anno 2015	1.655.355	12.784	1.654.210	2.239.409	2,60%	135,30%	0,80%	0,109
Anno 2016	1.695.787	40.432	1.677.463	2.285.631	2,40%	134,80%	1,30%	0,509
Anno 2017	1.736.593	40.806	1.706.528	2.329.358	2,40%	134,10%	1,70%	1,109
Anno 2018	1.771.063	29.575	1.718.063	2.380.947	2,20%	134,40%	0,90%	1,209
Anno 2019	1.789.747	21.496	1.726.724	2.409.904	1,60%	134,70%	0,30%	0,509
Anno 2020			1.573.286	2.569.258			-8,80%	-0,309
Anno 2020 (st.DEF)	1.647.200	-142.547		2.602.976	10,80%	158,00%	-9,00%	-0,209
Anno 2021 (st.DEF)	1.759.200	112.000		2.736.965	7,00%	155,60%	6,00%	0,709
Anno 2022 (st.DEF)	1.848.900	89.700		2.835.438	4,70%	153,40%	3,80%	1,209
Anno 2023 (st.DEF)	1.916.600	67.700		2.903.739	3,00%	151,50%	2,50%	1,209
Anno 2020 (st.UE)	1.632.249	-157.498		2.605.070	10,80%	159,60%	-8,80%	-0,109
Anno 2021 (st.UE)	1.687.746	55.496		2.691.954	7,80%	159,50%	3,40%	0,809
Anno 2022 (st.UE)	1.746.817	59.071		2.779.186	6,00%	159,10%	3,50%	0,909
Anno 2020 (st.FMI)	1.616.764	-172.983		2.616.718	13,00%	161,80%	-9,20%	0,109
Anno 2021 (st.FMI)	1.717.179	100.415		2.718.384	6,20%	158,30%	3,00%	0,609
Anno 2022 (st.FMI)	1.777.706	60.527		2.783.342	3,90%	156,60%	3,60%	0,909
Anno 2023 (st.FMI)	1.826.821	49.115		2.829.276	2,70%	154,90%	1,70%	1,009
Anno 2024 (st.FMI)	1.866.185	39.364		2.870.749	2,50%	153,80%	0,90%	1,209
Anno 2025 (st.FMI)	1.908.104	41.919		2.911.152	2,50%	152,60%	0,90%	1,409
Anno 2020 (st.OCSE)	1.626.880	-162.867		2.599.754	10,70%	159,80%	-9,10%	-0,109
Anno 2021 (st.OCSE)	1.696.836	69.956		2.686.091	6,90%	158,30%	4,30%	0,409
Anno 2022 (st.OCSE)	1.751.135	54.299		2.770.295	4.40%	158,20%	3,20%	0,809

PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2020, stime anni successivi di DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

Nota: non essendo ancora completi i dati a consuntivo del 2020, sono state mantenute anche le varie stime formulate per l'anno scorso da DEF, UE, FMI e OCSE.

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

#### Sommario delle stime Mazziero Research

#### Debito Pubblico

La stima a giugno 2021

Compreso tra 2.640 e 2.682 miliardi

Intervallo confidenza al 95% Dato ufficiale verrà pubblicato il 16 agosto 2021

#### Variazione PIL

```
Stima PIL 1° trimestre 2021: +0,3% (tra -1 e +2%)

Stima PIL 2° trimestre 2021: +1,8% (tra +1 e +4%)

Stima PIL 3° trimestre 2021: +2,4% (tra +1 e +4%)

Stima PIL 4° trimestre 2021: -2,1% (tra -3 e +1%)

Stima PIL 2021: +4,7% (tra +4 e +6%)
```

# Spesa per Interessi

Stima Mazziero Research spesa lorda a fine 2021: **64,6 miliardi.** Stima Mazziero Research spesa netta a fine 2021: **55,9 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.

# **Bibliografia**

Banca Centrale Europea, Rapporto Annuale

Banca Centrale Europea, Bollettino Statistico Mensile

Banca d'Italia, Audizione nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare ai fini dell'individuazione delle priorità nell'utilizzo del Recovery Fund, 7 settembre 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 debit*o, 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, Indagine rapida sulla produzione industriale DBRS, DBRS Morningstar Confirms Republic of Italy at BBB (high), Trend

Remains Negative, 30 ottobre 2020

Fitch, Fitch Affirms Italy at 'BBB-'; Outlook Stable, 4 dicembre 2020

Inps, Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni

Inps, Osservatorio sul precariato

Istat, Individuazione delle priorità di utilizzo del Recovery Fund, Audizione dell'Istituto nazionale di statistica, 2 settembre 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, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro

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

Moody's, Moody's affirms Italy's Baa3 rating; stable outlook, 6 novembre 2020

Standard & Poor's, Italy Outlook Revised To Stable From Negative; Ratings Affirmed At 'BBB/A-2', 23 ottobre 2020

Ufficio Parlamentare di Bilancio, Nota sulla congiuntura

#### 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. Professore associato di Storia del pensiero economico e docente di Statistica economica e finanziaria presso il Corso di Laurea Magistrale in Scienze dell'Economia e in Master di secondo livello dell'Università degli Studi Niccolò Cusano di Roma, è attualmente Vice-Preside della Facoltà di Business and Management e Senior Lecturer in History of Economic Thought presso la NCI University in London (UK). 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

Sladiana 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, 25 febbraio 2021



Dagli autori dell'Osservatorio un libro che ripercorre le cause della crisi, le sue fasi e le consequenze 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

Italia 3 trim 2020: Pil, debito & Co. Italia: economia a metà 2020 Italia 1 trim 2020: Pil, debito & Co. Italia: economia a fine 2019 Italia 3 trim 2019: Pil, debito & Co. Italia: economia a metà 2019 Italia 1 trim 2019: Pil. debito & Co. Italia: economia a fine 2018 Italia 3 trim 2018: Pil, debito & Co. Italia: economia a metà 2018 Italia 1 trim 2018: Pil, debito & Co. Italia: economia a fine 2017 Italia 3 trim 2017: Pil, debito & Co. Italia: economia a metà 2017 Italia 1 trim 2017: Pil, debito & Co. Italia: economia a fine 2016 Italia 3 trim 2016: Pil, debito & Co. Italia: economia a metà 2016 Italia 1 trim 2016: Pil, debito & Co. Italia: economia a fine 2015 Italia 3 trim 2015: Pil, debito & Co. Italia: economia a metà 2015 Italia 1 trim 2015: Pil, debito & Co. Italia: economia a fine 2014 Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co. Italia: economia a metà 2014 Italia 1 trim 2014: Pil, debito & Co. Italia: economia a fine 2013 Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co. Italia: economia a metà 2013 Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co. Italia: economia a fine 2012 Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co. Italia: economia a metà 2012 Italia 1 trim 2012: Pil. debito & Co. Italia 2011: un anno di sofferenza Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co. Italia: l'economia al giro di boa del 2011 Italia 192011: Pil, debito & Co. 2010: un altro anno a debito per l'Italia

# Pubblicazioni speciali della Mazziero Research

Speciale NaDEF 2018

8 ottobre 2018

