

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Anno XI - Numero 3

Copyright ©2021

***Italia economia
a metà 2021***

**Osservatorio trimestrale
sui dati economici italiani**

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

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

Sommario

Introduzione <i>a cura di Maurizio Mazziero</i>	Pag. 5
I rating	
<i>Verso un miglioramento dei giudizi?</i>	Pag. 6
Il debito pubblico	
<i>Debito ogni mese un record</i>	Pag. 7
Le entrate e le uscite	
<i>Entrate e uscite: primi segni di normalizzazione</i>	Pag. 8
Lo stock di Titoli di Stato	
<i>Spesa per interessi ancora sotto controllo</i>	Pag. 9
<i>Scadenze dei titoli di Stato sempre più impegnative</i>	Pag. 10
Gli acquisti della BCE	
<i>La BCE inizia a ridurre gli acquisti del programma PEPP</i>	Pag. 11
Il Prodotto Interno Lordo	
<i>PIL 2021 vicino al 6%</i>	Pag. 12
<i>Segnali incoraggianti da commercio e produzione industriale</i>	Pag. 12
<i>Un 2% in più di PIL dal rientro dallo smart working</i>	Pag. 14
Il mercato del lavoro	
<i>Mancano ancora 330 mila di posti di lavoro</i>	Pag. 16
L'inflazione	
<i>Inflazione: un fenomeno temporaneo piuttosto duraturo</i>	Pag. 18
Approfondimenti	
<i>Il commento di Andrew Lawford:</i>	
<i>Il busillis dei tassi d'interesse negativi</i>	Pag. 19
<i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i>	
<i>Aumento dei depositi e aumento delle disuguaglianze.</i>	
<i>Così stiamo uscendo dalla pandemia.</i>	Pag. 24
Conclusioni <i>a cura di Maurizio Mazziero</i>	Pag. 33
Appendice	Pag. 34
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

*Se qualcosa in ciò che fai non va storto,
vuol dire che non stai innovando abbastanza*
Elon Musk

Introduzione

Aria nuova per l'Italia.

Dopo anni di crescita a “zero virgola”, con un declino persistente aggravato dall'arresto dell'economia a causa del Covid, ora tutto sta cambiando.

È vero che non abbiamo ancora recuperato né i livelli pre-Covid, né quelli precedenti alla crisi finanziaria del 2008, ma non è mai accaduto che nel nostro Osservatorio, in uscita da 11 anni, potessimo riportare dati tanto positivi sul lato della crescita.

Tutto questo si riflette in una rinnovata fiducia tra le imprese e i consumatori che richiede comunque azioni politiche capaci di supportare una crescita duratura.

Questo è un passaggio cruciale, non è sufficiente guardare ai dati del presente che in qualche modo sono acquisiti, ma occorre impostare oggi le basi per l'Italia del domani: un paese che non sia intossicato da soffocanti procedure burocratiche e che dia speranza ai giovani.

Fra i vari interventi diventa non più rinviabile una riforma del mercato del lavoro e delle politiche salariali che puntino a un adeguato compenso per chi lavora e che al tempo stesso costituiscano un disincentivo al reddito di cittadinanza.

Nelle pagine che seguono si troveranno anche dati critici come il debito pubblico che continua a correre; questo più che mai ha bisogno di crescita per poter rimanere in qualche modo sostenibile anche quando gli acquisti della BCE inizieranno a ridursi.

Siamo di fronte a uno spartiacque, ora le cose vanno bene, ma devono continuare a farlo altrimenti il rischio è quello di una rovinosa caduta all'indietro che non sappiamo dove si potrà fermare.

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

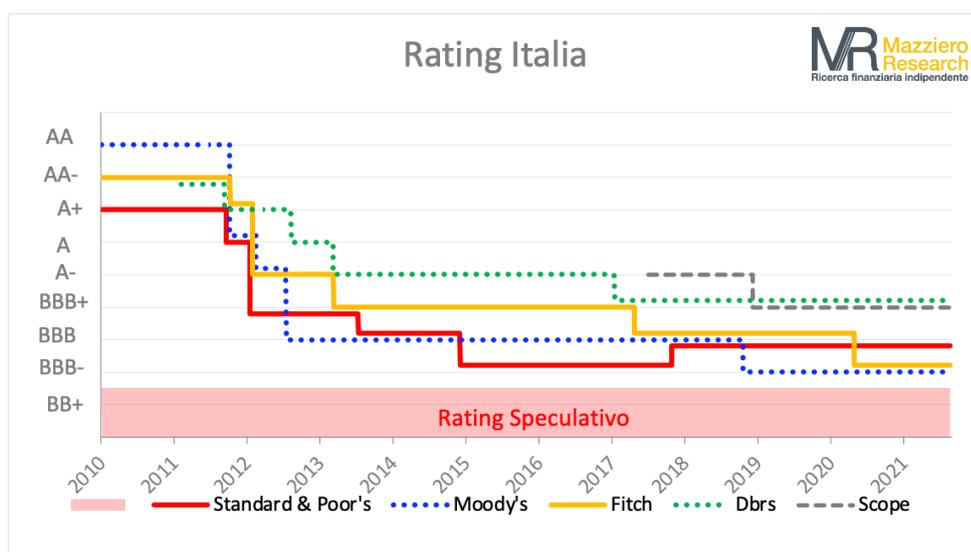


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

Verso un miglioramento dei giudizi?

Ad aprire le danze è stata Scope ratings, agenzia di base europea, che il 20 agosto ha rivisto l'outlook italiano da negativo a stabile pur mantenendo la valutazione BBB+, ma la sensazione è che presto anche le agenzie più blasonate potrebbero attenuare la morsa nei confronti dell'Italia.

Le case di ratings, infatti, sono un po' come i mercati finanziari: misurano il presente ma prestano attenzione alle prospettive e quello a cui stiamo assistendo è un corale mutamento di atteggiamento nei confronti del nostro Paese.

Da un lato, i dati sulla crescita che dopo una caduta più acuta di altri l'anno scorso vedono un rimbalzo più intenso di altri partner europei. Un effetto scontato si potrebbe dire, ma questo insieme a una rinnovata affidabilità attribuita al Governo Draghi contribuisce a guardare all'Italia, maggiore beneficiaria dei fondi del Next Generation EU, con più fiducia. I problemi non sono scomparsi, primo fra tutti la mole del debito che tornerà a far sentire il suo peso quando diminuiranno gli acquisti della Banca Centrale Europea, ma al momento forse è bene guardare al bicchiere mezzo pieno, sperando di non rimediare un'ubriacatura.

Data di valutazione	Agenzia	Rating attuale	Outlook	Stabilito in data	Esito	Nuovo rating
05/03/21	Scope	BBB+	Negativo	15/05/20	Nessuna valutazione	
23/04/21	Standard & Poor's	BBB	Stabile	23/10/20	Confermato	
30/04/21	DBRS	BBB high	Negativo	08/05/20	Confermato	
07/05/21	Moody's	Baa3	Stabile	19/10/18	Nessuna valutazione	
04/06/21	Fitch	BBB-	Stabile	28/04/20	Confermato	
20/08/21	Scope	BBB+	Negativo	15/05/20	Outlook da negativo a stabile	
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

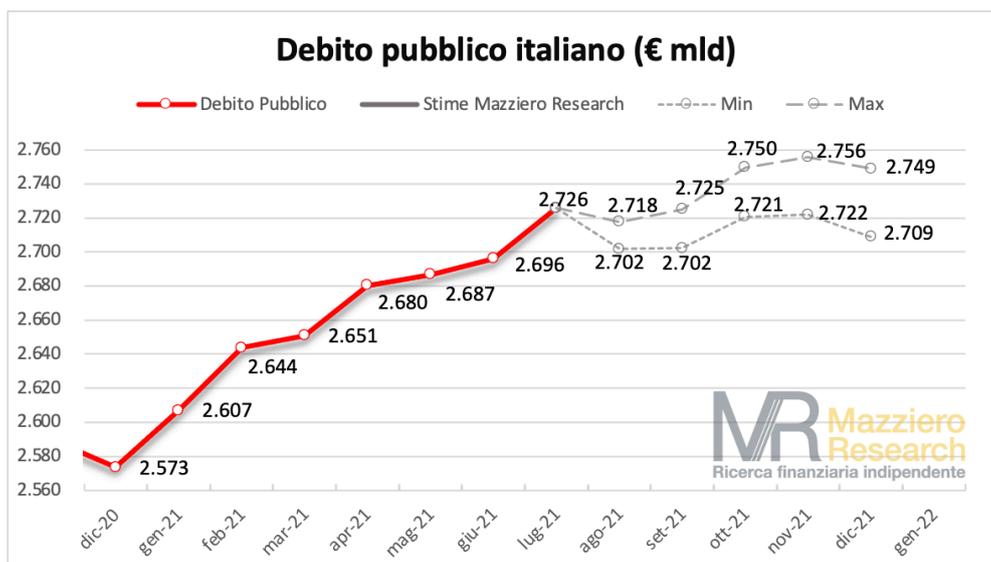


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime a dicembre 2021
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

Debito ogni mese un record

La **Figura 2** mostra con la linea rossa i valori mensili ufficiali del debito pubblico nel 2021; è facile osservare come ogni mese abbia rappresentato un record sia sul mese precedente sia sulla serie storica del passato. Le nostre stime, che correttamente avevano previsto un debito a luglio a 2.726 miliardi, indicano un valore a fine anno compreso tra 2.709 e 2.749 miliardi con una pendenza di crescita che da qui in avanti dovrebbe diminuire ed entrare in una fase di stabilizzazione. Queste nostre stime considerano gli anticipi nell'ambito del programma Next Generation EU erogati ad agosto dall'Unione Europea; in virtù di questi ci sarà una ricalibrazione delle necessità di finanziamento mediante titoli di Stato e le nostre stime potrebbero subire scostamenti maggiori nella transitoria di adattamento. La **Figura 3** riporta l'aumento del debito pubblico negli ultimi 5 anni sino a luglio per il 2021 e rende molto bene l'idea dell'onerosità del Covid sui conti pubblici.

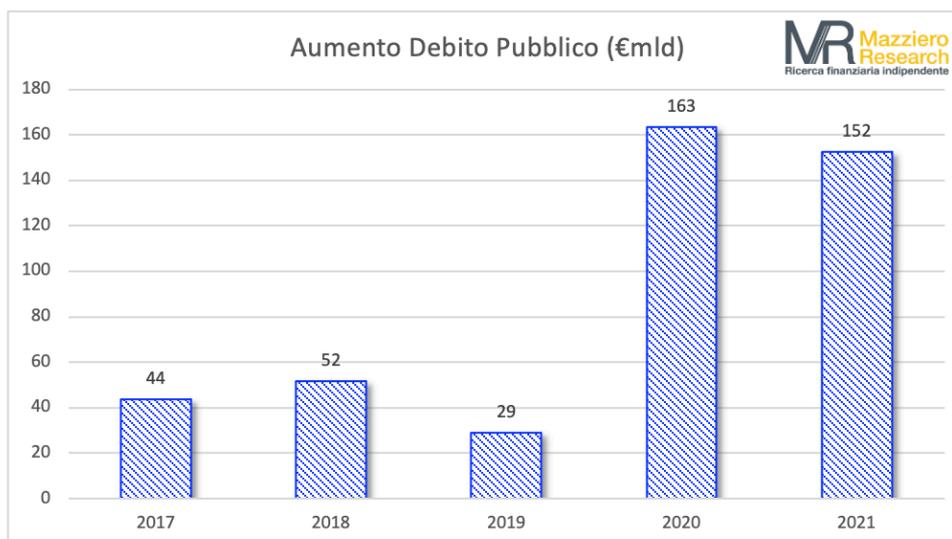


Figura 3: Aumento del debito pubblico negli ultimi 5 anni (sino luglio 2021)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Le entrate e le uscite

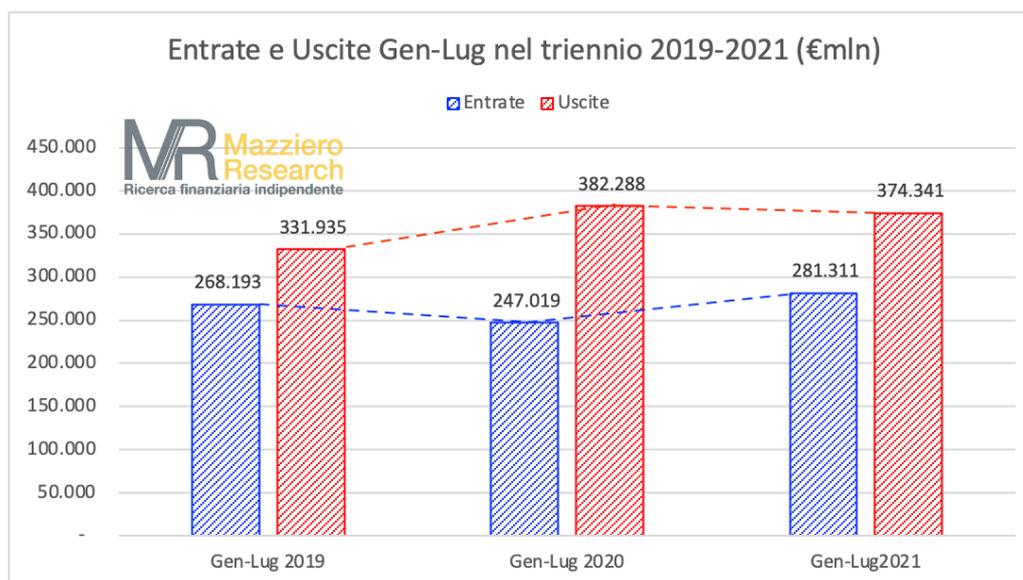


Figura 4: Confronto entrate e uscite gennaio-luglio nel triennio 2019-2021 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Entrate e uscite: primi segni di normalizzazione

La **Figura 4** mostra il raffronto tra entrate e uscite da gennaio a luglio di ciascun anno tra il 2019 e il 2021. È possibile notare come dopo la divaricazione nel 2020 che ha raddoppiato lo sbilancio a 135,3 miliardi rispetto ai 63,7 miliardi del 2019, questo abbia iniziato a ridursi nel 2021. Infatti, da gennaio a luglio, pur avendo tutti i mesi ad eccezione di giugno presentato uscite maggiori delle entrate, lo sbilancio è sceso a 93 miliardi recuperando oltre la metà dello scostamento creatosi tra 63,7 e 135,3 miliardi. Le linee tratteggiate di tendenza nel grafico aiutano a valutare la dinamica divergente tra 2019 e 2020 e poi convergente tra 2020 e 2021.

Nella **Tabella 2** vediamo il confronto tra 2020 e 2021 delle entrate tributarie nel periodo da gennaio e luglio che evidenziano una variazione in aumento per 26,5 miliardi pari all'11,5%.

In particolare, si può notare un minor introito da imposte dirette che in genere vengono pagate nell'anno successivo e rispecchiano nel 2021 la riduzione dei redditi avvenuta nel 2020, mentre al contrario le imposte indirette, che si riferiscono ai consumi e vengono pagate al momento, vedono nel 2021 un forte recupero sia per l'IVA sia per le accise sui carburanti a conferma della ripresa delle attività.

La Ragioneria Generale dello Stato fa comunque presente che il periodo considerato nel 2020 e 2021, seppur corrispondente, presenta elementi di disomogeneità legati alle misure adottate dal Governo per fronteggiare l'emergenza sanitaria.

	Gennaio-Luglio 2021	2020	2021	Var. €mln	Var %
Totale		230.948	257.445	26.497	11,5%
Imposte dirette		138.204	143.964	5.760	4,2%
IRPEF		105.515	112.346	6.831	6,5%
IRES		14.942	10.091	-4.851	-32,5%
Imposte indirette		92.744	113.481	20.737	22,4%
IVA		57.077	72.880	15.803	27,7%
Oli minerali		9.701	11.870	2.169	22,4%

Tabella 2: Confronto entrate tributarie 2020-2021 da gennaio a luglio (Elaborazione su dati Ragioneria Generale dello Stato)

Lo stock di Titoli di Stato

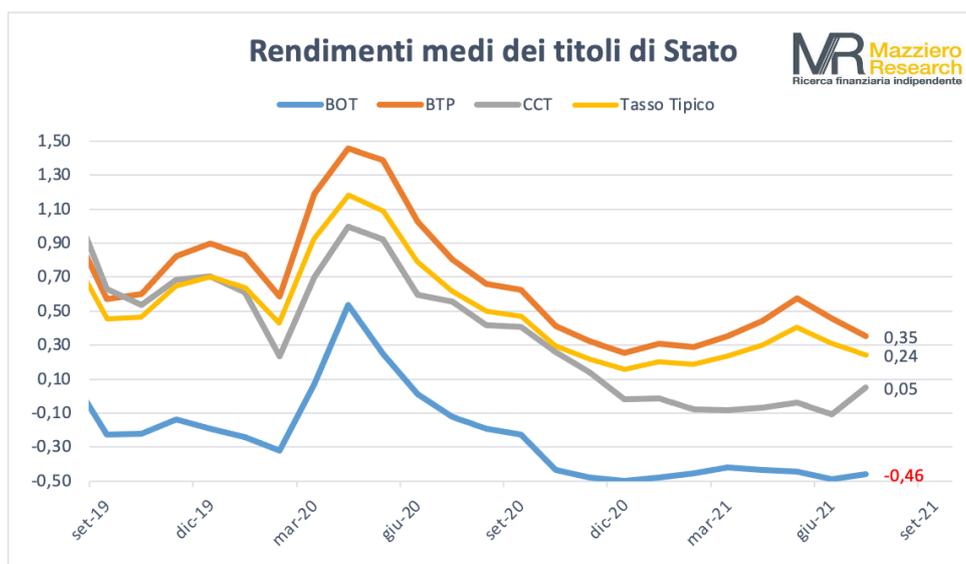


Figura 5: Rendimenti medi dei titoli di Stato
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Spesa per interessi ancora sotto controllo

La **Figura 5** mostra l'evoluzione dei rendimenti medi dei titoli di Stato per ciascuna tipologia, mentre il tasso tipico indica il rendimento medio pesato per tipologia di emissione. Come si può osservare i rendimenti medi si mantengono ancora nella fascia bassa e il BOT in particolare resta in territorio negativo per quasi mezzo punto percentuale.

Da questo punto di vista anche la spesa per interessi (**Figura 6**) resta sotto controllo e viene da noi stimata a fine 2021 in 66,4 miliardi (spesa lorda) o 58,1 miliardi una volta compensata dagli interessi attivi (spesa netta). Pur riscontrando un aumento rispetto alle nostre precedenti stime gli importi si possono considerare nel complesso stabili e sostenibili.

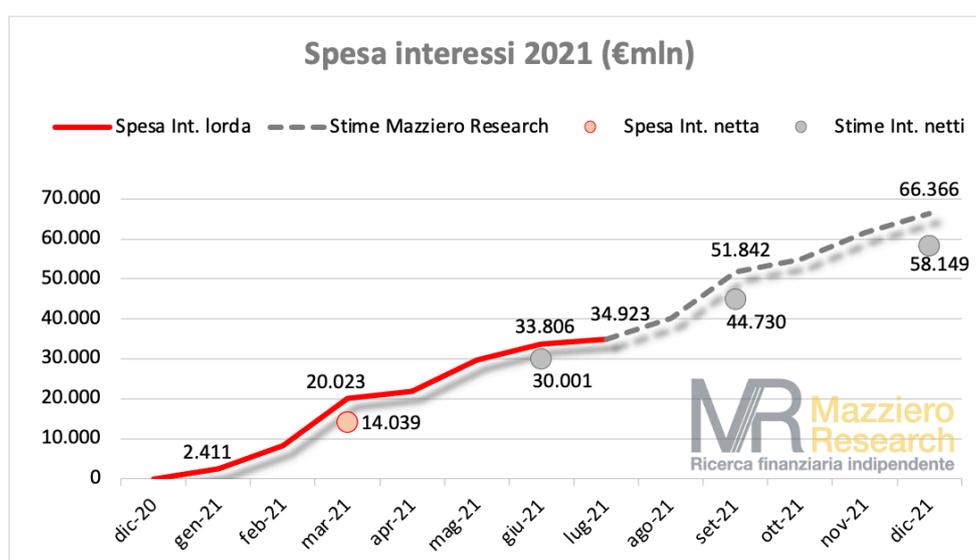


Figura 6: Stima spesa per interessi a fine 2021
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)



Figura 7: Scadenze Titoli di Stato sino a giugno 2022 (€mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Scadenze dei titoli di Stato sempre più impegnative

Continua invece ad aumentare il circolante di titoli di Stato che tende a sistemarsi lungo tutta la struttura delle scadenze, questo aspetto che può essere visto favorevolmente per l'effetto distributivo nel tempo nasconde alcuni elementi di allerta sull'ampiezza dei rinnovi piuttosto impegnativi se coincidenti con momenti di tensione dei mercati.

La **Figura 7** mostra gli importi mensili delle scadenze di titoli di Stato sino a giugno 2022, si può osservare come quasi sempre le scadenze mensili siano vicine ai 30 miliardi e in alcuni casi superino addirittura i 40 miliardi. Questo aspetto è pienamente sostenibile fintantoché la Banca Centrale continua con gli acquisti nella misura attuale, ma potrebbero in futuro presentarsi delle difficoltà in termini di assorbimento delle emissioni da parte del mercato, il che farebbe aumentare i rendimenti e di conseguenza la spesa per interessi.

La **Figura 8** presenta invece i quantitativi delle scadenze annuali sino al 2072, pur essendovi una distribuzione declinante ormai tutti gli anni sino al 2025 presentano scadenze superiori ai 200 miliardi.

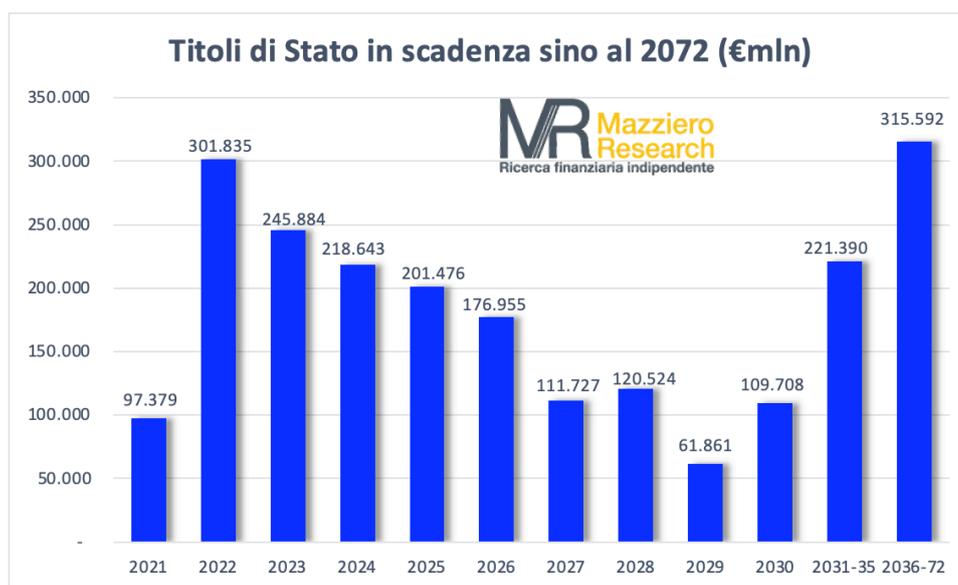


Figura 8: Scadenze Titoli di Stato sino al 2072 (€mln)
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)

Gli acquisti della BCE

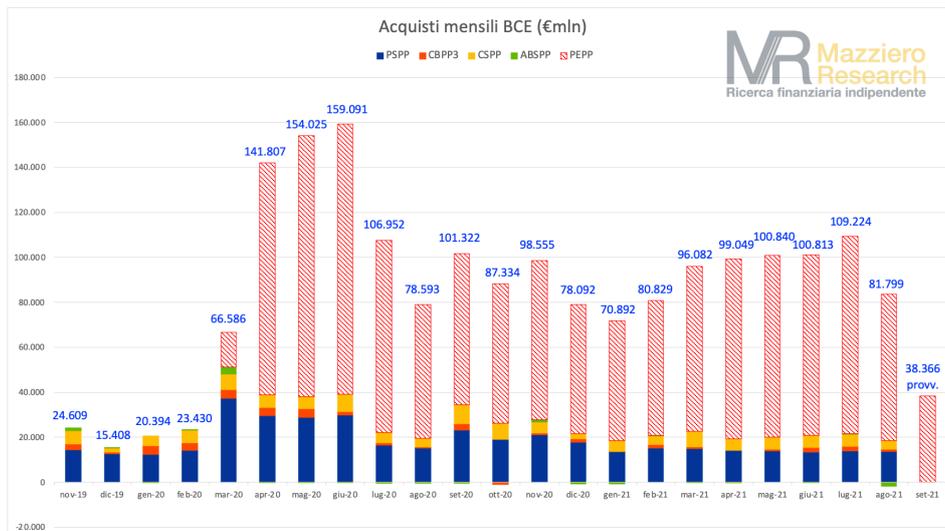


Figura 9: Acquisto titoli della BCE durante il QE2+PEPP (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

La BCE inizia a ridurre gli acquisti del programma PEPP

Nella riunione di politica monetaria del 9 settembre, la governatrice Christine Lagarde ha confermato la politica monetaria della BCE con tasso principale allo 0,0% e tasso di deposito a -0,50%. Sono inoltre stati confermati acquisti nell'ambito del Quantitative Easing per 20 miliardi al mese, mentre per il Programma di emergenza pandemico (PEPP) è stato indicato un ritmo di acquisti moderatamente inferiore pur nell'ambito della dotazione di 1.850 miliardi almeno fino a marzo 2022. La **Figura 9** mostra l'andamento degli acquisti a partire da novembre 2019.

La quota di titoli di Stato italiani detenuta dalla BCE/Banca d'Italia in rapporto al circolante totale è pari al 27,9% (**Figura 10** porzione in giallo). Si può notare come la quota detenuta dal mercato (**Figura 10** porzione in grigio) non presenti particolari spinte verso l'alto a fronte di un aumento del circolante. Di fatto la banca centrale riesce ad assorbire le maggiori emissioni senza pesare sul mercato e calmierando così i rendimenti.

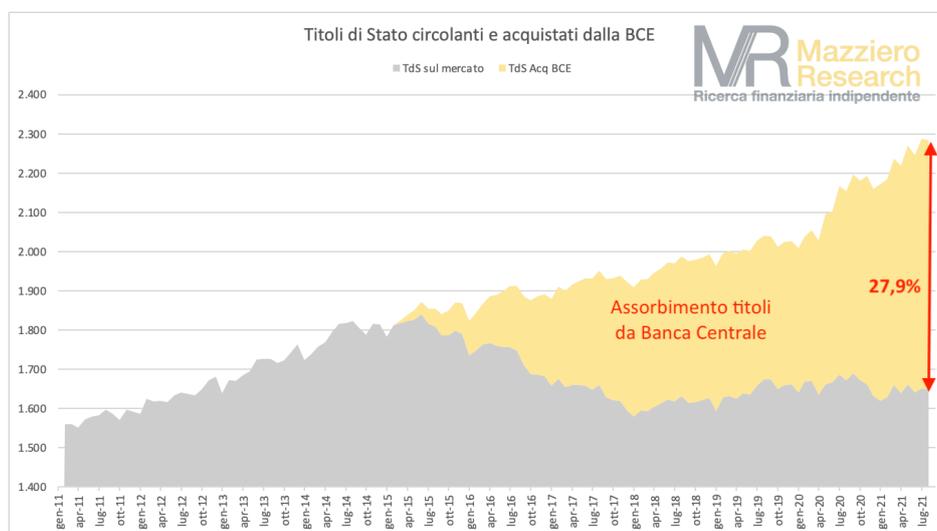


Figura 10: Percentuale di acquisti di titoli italiani dalla BCE (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea e Banca d'Italia)

Il Prodotto Interno Lordo

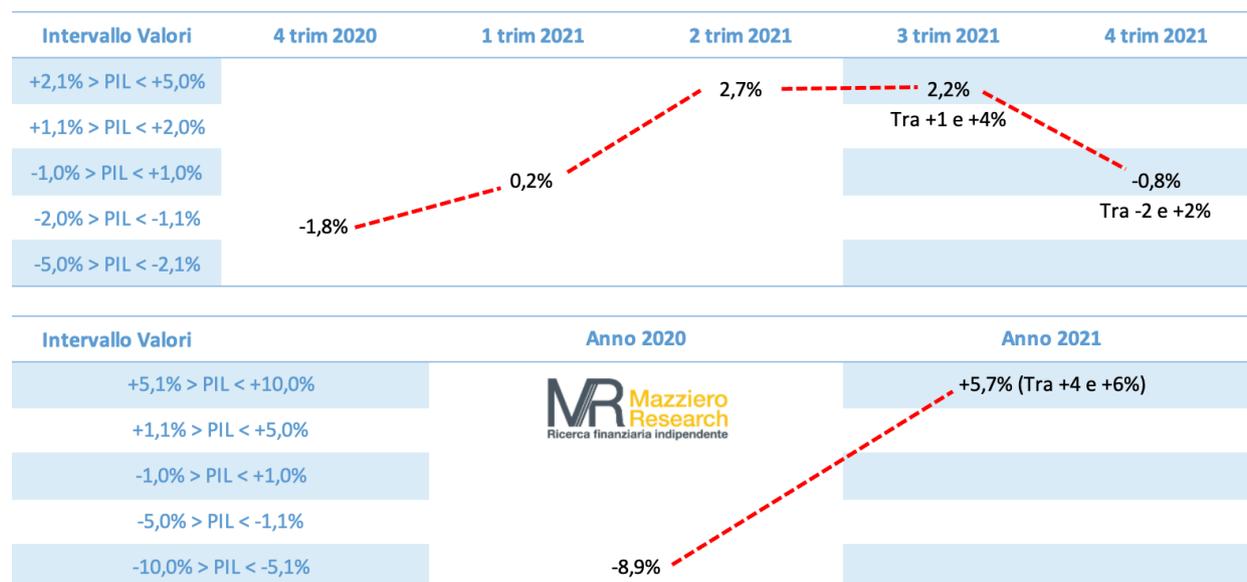


Tabella 3: Stime di evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale
(Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)

PIL 2021 vicino al 6%

Il primo semestre del 2021 ha visto un forte recupero dell'economia, con un progresso del 0,2% e 2,7% rispettivamente nel 1° e 2° trimestre; dopo il forte calo del 2020 legato al Covid l'economia è cresciuta del 17,3% tendenziale (nel corso degli ultimi 12 mesi).

Sul prosieguo dell'anno le nostre stime indicano una crescita al 2,2% nel 3° trimestre e -0,8% nel 4° trimestre (**Tabella 3**). Al riguardo dobbiamo specificare che apparentemente il 3° trimestre potrebbe far pensare a un rallentamento, ma in realtà indica un progresso di un ulteriore 2,2% rispetto ai valori del 2° trimestre che già indicano una crescita al 2,7% rispetto ai tre mesi precedenti. È abbastanza intuibile che man mano ci avvicineremo ai valori pre-Covid potremo assistere a un fenomeno "saturazione" che tenderà quasi ad annullare non la crescita, ma la velocità con cui questa cresce.

Per quanto riguarda l'ultimo trimestre dell'anno (stima -0,8%) manteniamo al momento un approccio cauto contemplando sia un impatto maggiore delle infezioni a seguito varianti nei mesi freddi, sia una naturale pausa dopo due trimestri di forte crescita che si accompagna ai minori giorni lavorativi intorno alle festività natalizie e di fine anno. In tal senso, il segno meno della nostra stima non va inteso come un arretramento drastico e al tempo stesso non escludiamo un leggero rialzo nei prossimi mesi.

Su base annua manteniamo una stima di crescita al 5,7%, sebbene già ora si osservino quegli elementi che ci potrebbero far rivedere la stima al rialzo avvicinandola al 6%, se non addirittura portandola poco sopra (6,1-6,2%). Tale indicazione al momento non ha ancora sufficienti elementi per poter essere rilasciata e necessita di ulteriori conferme.

Segnali incoraggianti da commercio e produzione industriale

Il commercio al dettaglio (**Figura 11**) presenta finalmente segnali incoraggianti, pur con un lieve calo congiunturale (mese su mese) a luglio, dato che nell'ultima rilevazione Istat si

assiste a un aumento tendenziale (anno su anno) del 6,7% in valore e 8,8% in volume delle vendite al dettaglio.

Ma l'aspetto che ci sembra giusto evidenziare è che le vendite al dettaglio aumentano su tutti i canali di vendita su base tendenziale: grande distribuzione +5,6%, negozi di piccola superficie +8,2%, vendite al di fuori dei negozi come commercio ambulante e distributori automatici +2,6% e commercio elettronico +6,4%.

La vera novità è che il commercio elettronico, che ormai costituisce un mercato consolidato e continuerà a crescere in futuro, rallenta l'erosione di quote di mercato al commercio fisico: una condizione che va letta come un ritorno alla normalità dei consumi, con le persone che riprendono la voglia di spostarsi e andare a "toccare con mano" un bene al momento dell'acquisto.

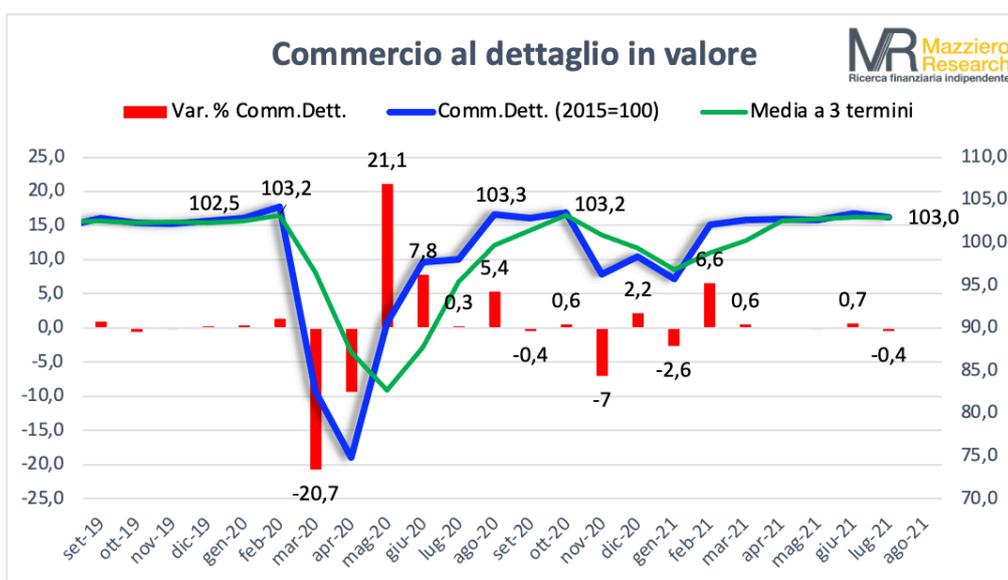


Figura 11: Commercio al dettaglio da settembre 2019 a luglio 2021 (Elaborazione su dati Istat)

Molto positivo l'andamento della produzione industriale (**Figura 12**), che nella rilevazione Istat vede a luglio un aumento dello 0,8% su base congiunturale (mese su mese). Su base tendenziale (anno su anno) tutti i principali settori di attività economica presentano progressi ad esclusione delle attività estrattive. I settori più reattivi sono la fabbricazione di apparecchiature elettriche con un +12,5%, la metallurgia e la fabbricazione di prodotti in metallo che mostra un +11,9% e la fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche che segna un +9,8%.

Ottime notizie anche sul lato del commercio internazionale con crescite congiunturali sia delle esportazioni (+2,6%) sia delle importazioni (1,3%); da rimarcare che la crescita delle esportazioni in termini percentuali è doppia rispetto alle importazioni a tutto beneficio della bilancia commerciale.

Rispetto all'anno scorso tutte le vendite verso i principali partner commerciali crescono a doppia cifra: Stati Uniti +35,0%, Germania +15,9%, Svizzera +31,5% e Francia +11,5%. Per contro si rileva una diminuzione del 7,6% verso paesi ASEAN e dell'1,0% verso la Cina (dati Istat).

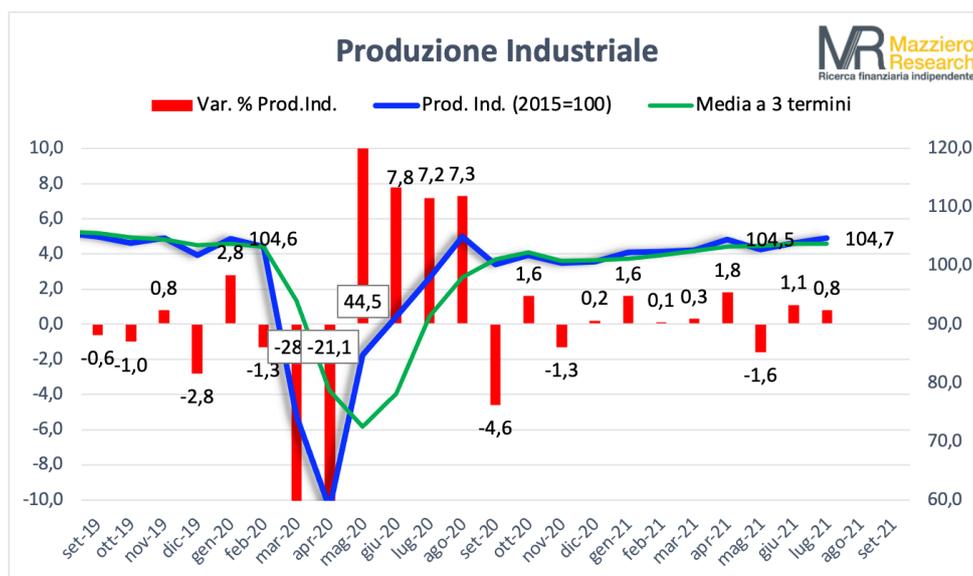


Figura 12: Produzione industriale da settembre 2019 a luglio 2021 (Elaborazione su dati Istat)

Queste tendenze inoltre dovrebbero andare ben oltre il rimbalzo temporaneo e mantenersi per un periodo più lungo grazie a un recupero di competitività dei prezzi dei beni *Made in Italy* come si rileva nell'ultimo Rapporto sull'Export della Sace che sottolinea anche la differente inflazione tra Stati Uniti ed Eurozona.

Avendo, al momento, gli Stati Uniti un'inflazione più elevata rispetto all'Eurozona, i prezzi dei beni provenienti dal vecchio continente diventano più attraenti.

Un 2% in più di PIL dal rientro dallo smart working

La **Figura 13** mostra l'andamento del PIL trimestrale italiano con Base 100 a inizio 2008 (precedente crisi finanziaria) e indica il livello pre-Covid raggiunto a fine 2019; la porzione finale tratteggiata in rosso indica i valori sino a fine anno secondo le stime Mazziere Research.

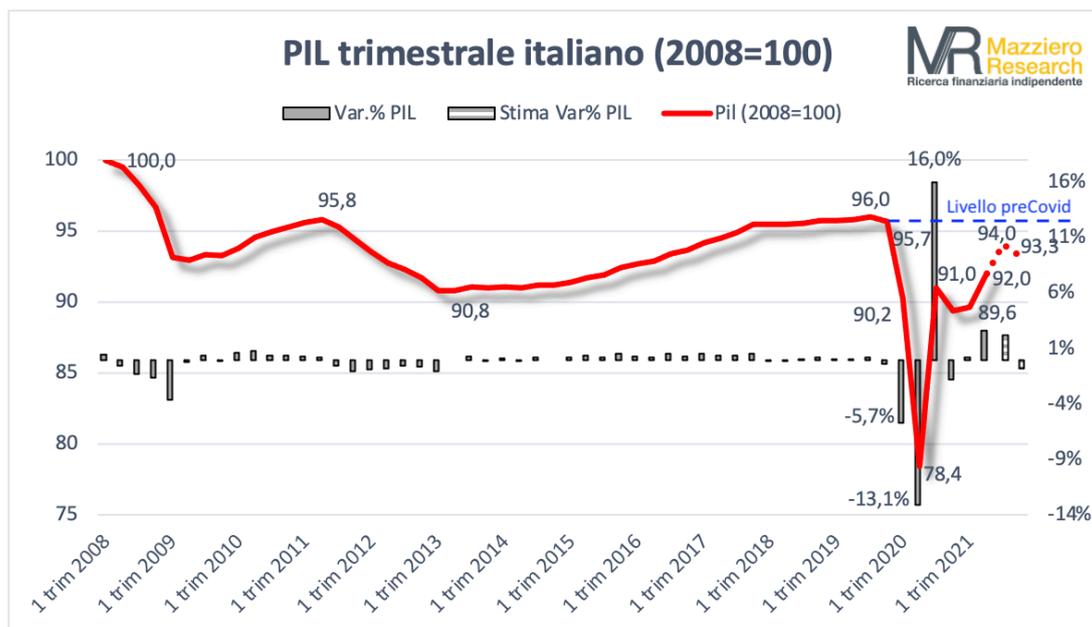
Pur con i positivi andamenti di commercio, produzione industriale ed esportazioni si può notare che il 2021 potrebbe terminare a un valore inferiore di circa il 2% rispetto ai livelli pre-Covid.

Secondo le nostre stime un rientro dallo smart working dei dipendenti pubblici e privati contribuirebbe al ritorno alla normalità e consentirebbe di far crescere ulteriormente il PIL di circa il 2% su base annua (stima approssimativa dopo 12 mesi dal rientro).

Al tempo stesso un rientro dallo smart working, se non adeguatamente concertato, potrebbe porre sotto pressione il trasporto locale in termini di disponibilità di conduttori e di mezzi, che dopo un periodo di inattività, dovrebbero essere posti nuovamente in condizioni di efficienza.

Questa nostra stima è stata rilasciata nel comunicato stampa del 5 agosto¹ ed è stata in seguito ripresa da diversi mezzi di informazione. Precisiamo al tempo stesso che il rientro dallo smart working da noi considerato comprende sia il settore pubblico sia quello privato.

¹ <https://mailchi.mp/de71997df6f9/pil-2021-57-ulteriore-20-al-rientro-dello-smartworking>



*Figura 13: PIL italiano dal 2008 e stime sino a fine 2021
(Elaborazione Mazziero Research su dati Istat)*

Relativamente alla definizione della stima, esattamente come procedono altri istituti di ricerca, si sono utilizzati modelli proprietari sviluppati nel tempo e si è giunti alla valutazione con due modalità: empirica e analitica.

Per via empirica osservando che secondo le nostre stime di crescita PIL il 2021 potrebbe chiudersi con un progresso del 5,7% e con una differenza negativa rispetto ai livelli pre-pandemici compresa tra il 2 e il 2,7%.

Considerando che attualmente la manifattura, nel suo complesso, ha più che ripreso la capacità produttiva e le esportazioni stanno procedendo positivamente, la parte mancante è quella relativa ai servizi e in particolare a quelle attività che ancora non hanno avuto modo di recuperare pienamente.

Fra queste vi sono anche settori che nulla hanno a che fare con lo smart working come, ad esempio, lo svago e l'intrattenimento, tuttavia queste incidono marginalmente.

Vi sono invece settori come ristorazione collettiva, caffetteria, abbigliamento e altre attività indotte come i trasporti che hanno maggiormente risentito da una minore attività lavorativa in presenza, e proprio da questi settori è mancato il contributo sui fattori di crescita.

Secondo le nostre stime la piena ripresa delle attività in presenza consentirebbe di colmare ulteriormente il gap del PIL rispetto ai livelli pre-pandemici, fornendo una crescita aggiuntiva del PIL di circa il 2% su base annua (stima approssimativa dopo 12 mesi dal rientro).

Il processo di calcolo per via analitica, sebbene ci si aspetterebbe che possa fornire risultati più precisi, in realtà presenta delle criticità per la frammentarietà dei dati specifici dei singoli settori coinvolti; tale frammentarietà ha costretto a delle interpolazioni che potrebbero aver introdotto delle distorsioni. Nel complesso si è giunti comunque a risultati simili, pur con le incertezze sopra accennate.

Al tempo stesso si tratta di stime che comportano, come si può intuire, un margine di incertezza dovuto alle numerose variabili indipendenti che lo compongono e alle diverse modalità di attuazione di un rientro anche parziale e/o graduale dell'attività in presenza.

Il mercato del lavoro

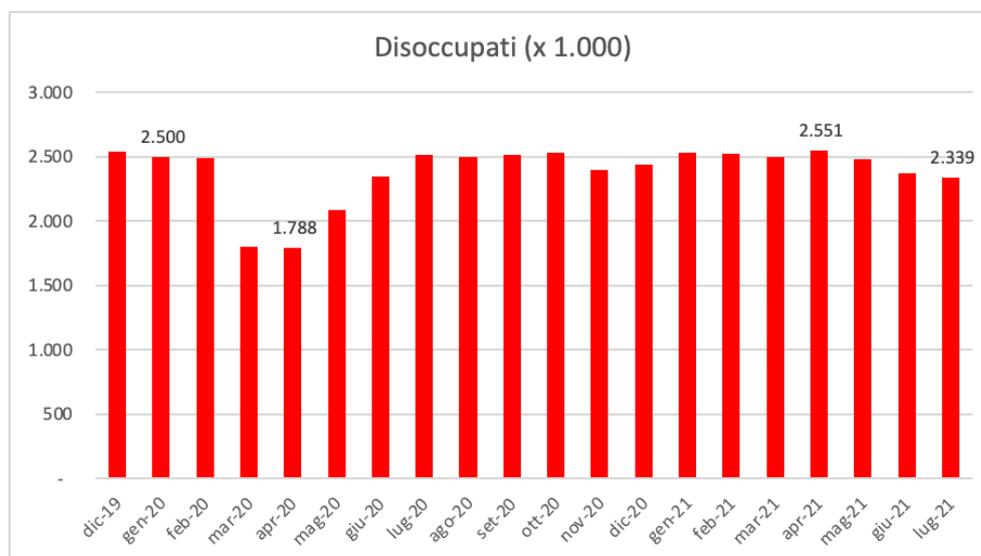


Figura 14: Disoccupati da dicembre 2019 a luglio 2021
(Elaborazione su dati Istat)

Mancano ancora 330 mila di posti di lavoro

I grafici in questo capitolo permettono di osservare l'evoluzione del mercato del lavoro prima e durante la comparsa della pandemia Covid sino a luglio di quest'anno.

La **Figura 14** mostra l'andamento dei disoccupati da dicembre 2019 a luglio 2021, una raffigurazione che non dà piena visione dell'impatto sui posti di lavoro; infatti, se a gennaio 2020 i disoccupati erano 2,5 milioni, con un tasso di disoccupazione al 9,7%, oggi questi si sono ridotti a 2,3 milioni, con un tasso del 9,3%.

Ma occorre ricordare che si definisce disoccupato chi ha condotto una ricerca attiva del posto di lavoro senza trovarlo e quindi è più corretto osservare il numero di occupati.

Da questo lato, la **Figura 15** ci mostra come gli occupati a gennaio 2020 fossero 23,2 milioni ed oggi siano 22,9 milioni, con una differenza negativa di quasi 330 mila posti di lavoro che ancora non sono stati rimpiazzati.

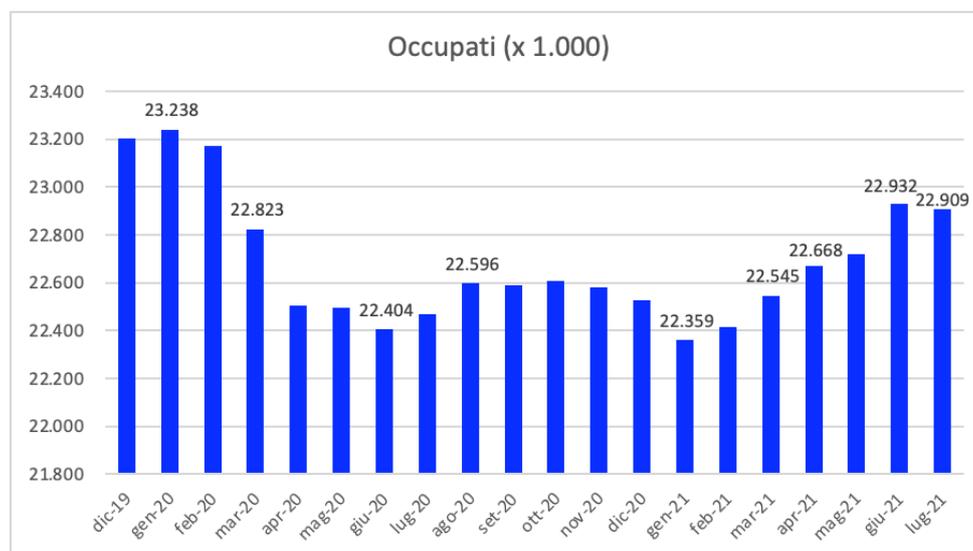


Figura 15: Occupati da dicembre 2019 a luglio 2021
(Elaborazione su dati Istat)

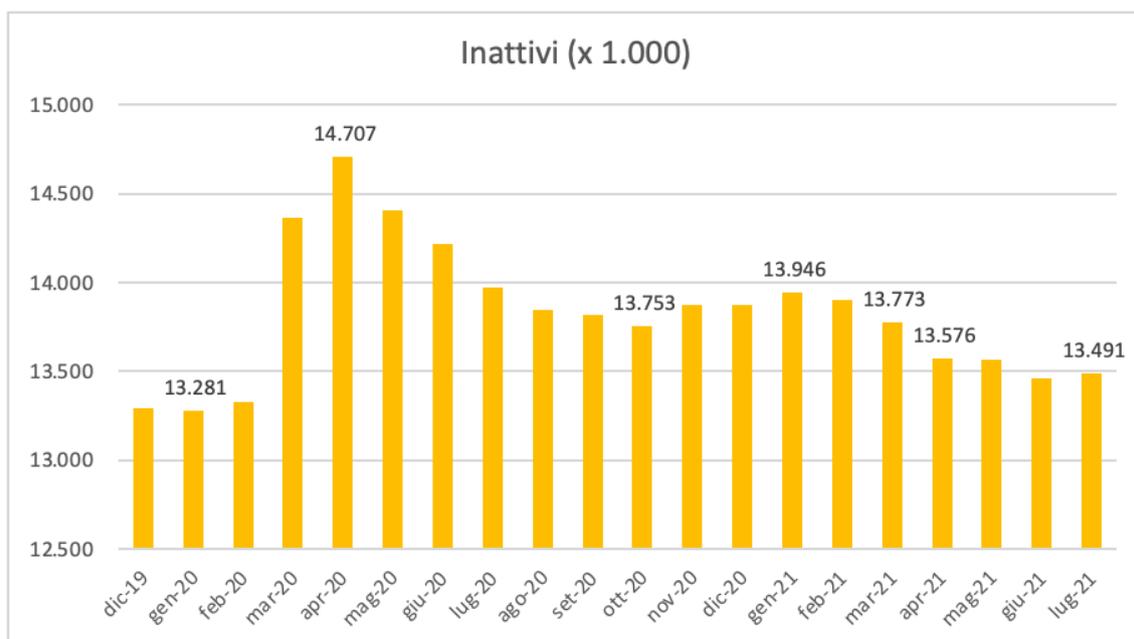


Figura 16: Inattivi da dicembre 2019 a luglio 2021
(Elaborazione su dati Istat)

Calano comunque gradualmente gli inattivi, cioè coloro che non svolgono una ricerca di occupazione, dopo il picco di 14,7 milioni dell'aprile 2020 ben visibile nella **Figura 16** questi si sono ridotti a 13,5 milioni dove sembrano tuttavia attestarsi durante i mesi di giugno e luglio.

Per quanto riguarda la cassa integrazione, osservabile nella **Figura 17**, sembrano presentarsi dei segnali di stabilizzazione poco sopra le 100 milioni di ore, pur con picchi vicino alle 400 milioni di ore a marzo e giugno seppur ben lontani dal record assoluto di 772 milioni di ore di aprile 2020. In ogni caso la strada per giungere alla piena normalizzazione intorno alle 20 milioni di ore appare ancora piuttosto lontana.

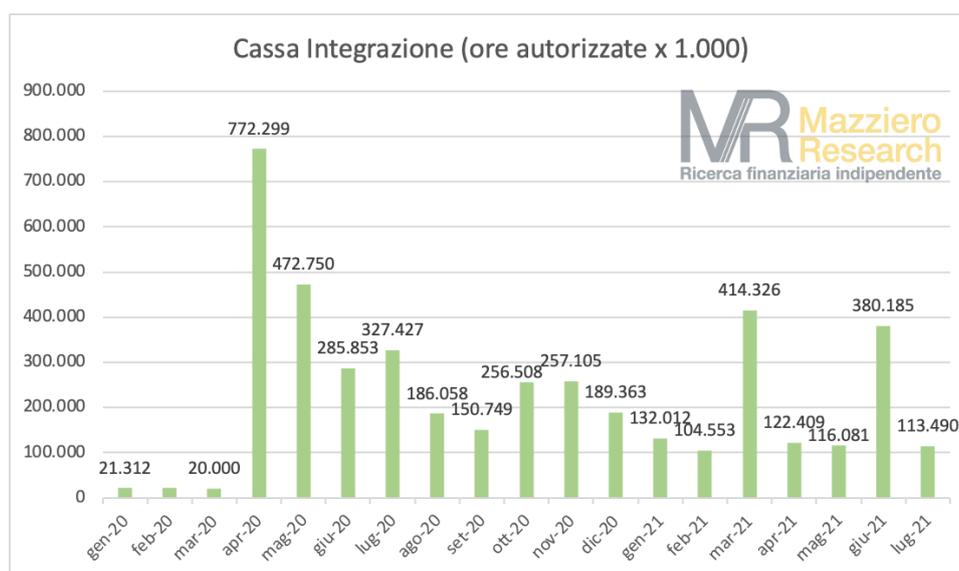


Figura 17: Cassa Integrazione da gennaio 2020 a luglio 2021
(Elaborazione su dati INPS)

L'inflazione

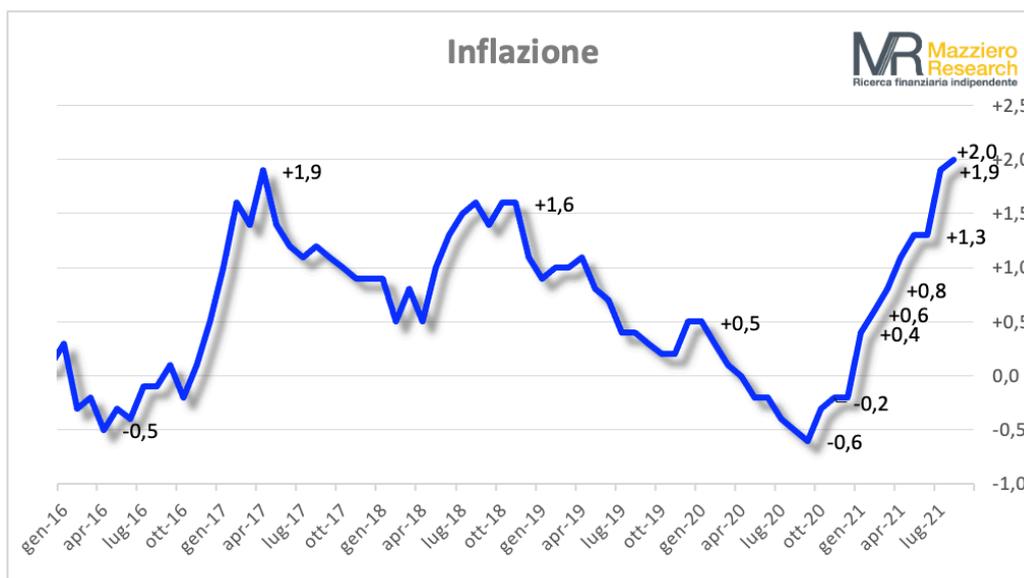


Figura 18: Valori di inflazione dell'indice NIC
(Elaborazione su dati Istat)

Inflazione: un fenomeno temporaneo piuttosto duraturo

L'inflazione misurata dall'indice NIC si porta sulla soglia del 2,0 superando i massimi degli ultimi quattro anni (**Figura 18**). A differenza dell'aprile 2017 quando si arrivò al +1,9% per poi tornare a scendere il fenomeno sembrerebbe destinato a durare, sebbene la narrativa tenda ancora a prediligere un'interpretazione di natura temporanea.

Osservando la **Figura 19** che mostra il contributo degli aggregati, il vero driver dell'aumento è determinato dai beni energetici che dopo aver svolto una funzione calmieratrice nel 2020, spingono un'inflazione di natura prettamente importata. Gli alimentari restano in qualche modo sotto controllo, pur evidenziando su singoli prodotti – in particolare nel “fresco” aumenti che talvolta sono a doppia cifra, ma che nella misurazione di insieme vengono scarsamente rilevati.

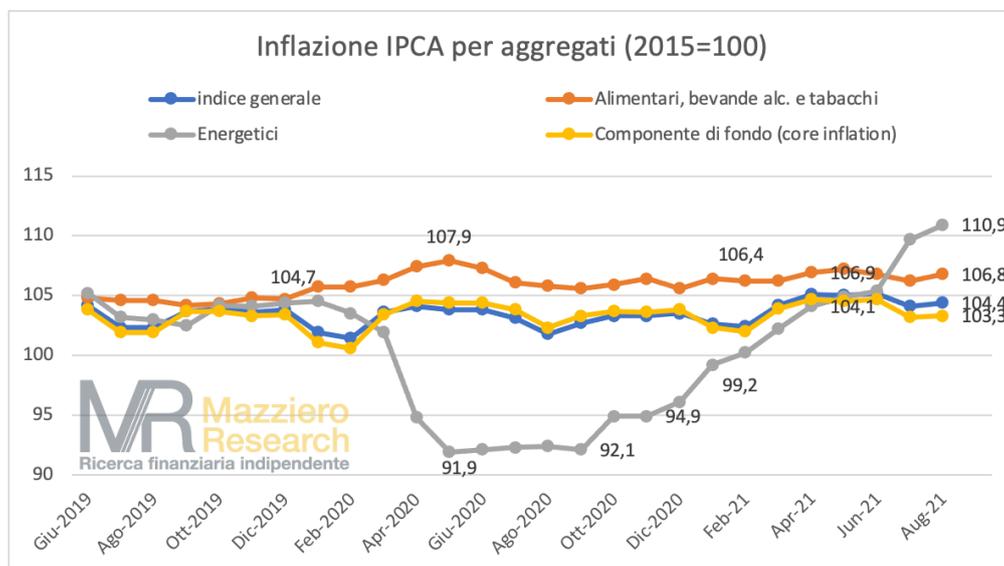


Figura 19: Inflazione IPCA tendenziale per aggregati
(Elaborazione su dati Istat)

Approfondimenti

Il busillis dei tassi d'interesse negativi

(Il commento)
di *Andrew Lawford, CFA*

Rovesciare il concetto del valore del denaro nel tempo ha delle conseguenze particolari per il mercato finanziario. Siamo abituati che una somma ricevuta oggi vale di più rispetto alla stessa cifra ricevuta in qualche data futura, e per questo motivo quando prestiamo il denaro richiediamo un tasso d'interesse che ricompensa per i vari rischi a cui ci esponiamo.

Ultimamente, invece, assistiamo ad una situazione in cui l'anomalia dei tassi d'interesse negativi si espande sempre di più. In una recente pubblicazione del CFA Institute¹, viene stimato che circa il 25% del mercato mondiale dei titoli obbligazionari liquidi (i \$70 trilioni circa di obbligazioni che compongono il Barclays Global Aggregate Bond Index) abbia un rendimento a scadenza negativo. In un esempio blasonato, verso la fine del 2019 la Germania ha emesso uno zero-coupon con scadenza nel 2050 ad un prezzo di €103,61. Il privilegio di prestare €100 allo stato tedesco per 31 anni è costato ai sottoscrittori del titolo €3,61². Il punto della pubblicazione del CFA Institute

¹ The Incredible Upside-Down Fixed Income Market - Negative Interest Rates and their Implications"; Vineer Bhansali - CFA Institute Research Foundation 2021

² Questo titolo (ISIN: DE0001102481) ha superato 115 nel marzo del 2020 e adesso quota a 94, per un rendimento a scadenza leggermente positivo.

era di constatare che un'anomalia che diventa diffusa per lungo tempo non può più considerarsi un'anomalia; è diventata un fenomeno con il quale dobbiamo fare i conti.

Obbligazioni o opzioni?

Nel mercato delle opzioni, il compratore paga un premio per ricevere un diritto di acquistare (opzione call) o vendere (opzione put) qualcosa ad un prezzo determinato in un certo momento futuro. Tipicamente chi compra un'opzione put lo fa per coprirsi dal rischio di conseguire delle perdite oltre un certo livello su uno strumento sottostante, mentre l'opzione call è un modo relativamente economico per speculare su un rialzo nel breve termine. L'opzione vale zero a scadenza in assenza di un certo movimento dello strumento sottostante (ovvero se esercitare il diritto di comprare o vendere non genera un guadagno). Quindi, in assenza di volatilità, si può dire che il valore dell'opzione è destinato a decadere con il passaggio del tempo. Osserva Bhansali, l'autore della pubblicazione alla nota 1, che un'obbligazione con un rendimento a scadenza negativo ha tutte le caratteristiche di un'obbligazione che incorpora un'opzione³: oggi pago una cifra che decade nel tempo e diventa zero a scadenza. Prendendo l'esempio del titolo di stato tedesco sopra, il premio è uguale a €3,61 e alla scadenza del titolo nel 2050 avrà un valore pare a zero. Tuttavia, se dobbiamo pensare a un titolo che incorpora un'opzione, dovremmo anche capire quali sono gli eventi che preoccupano o attirano l'investitore in modo da rendere allettante questo tipo di costo. Se vogliamo considerare l'obbligazione come un'opzione put, è inevitabile pensare che è per coprirsi contro qualche evento catastrofico, come lo scioglimento dell'euro o una depressione economica. In questo genere di scenario, detenere il titolo di stato di una nazione solida sarà preferibile a quasi tutti gli altri investimenti possibili. Se, invece, vogliamo vedere l'obbligazione come un'opzione call, sarà senz'altro una speculazione sul proseguimento della politica monetaria in atto da diversi anni e che ha subito un'accelerazione con la pandemia.

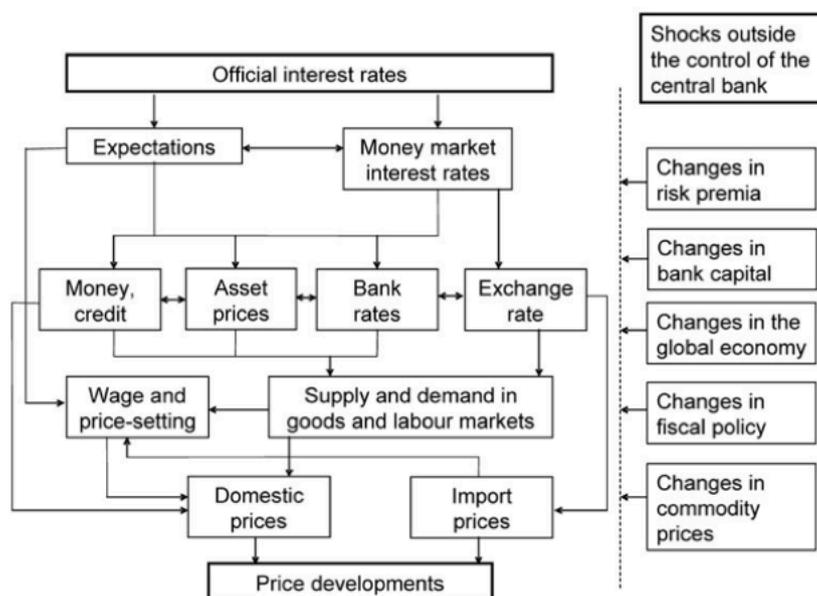
³ Vineer Bhansali nella sua pubblicazione scrive genericamente “che un'obbligazione con un rendimento a scadenza negativo ha tutte le caratteristiche di un'opzione” abbiamo qui preferito utilizzare il termine più corretto di “obbligazione che incorpora un'opzione”.

Se l'interpretazione nel paragrafo precedente sembra una forzatura, bisogna ricordarsi che siamo davvero in acque inesplorate per quanto riguarda i tassi d'interesse. Qualche anno fa sarebbe stato impossibile pensare di trovarsi nella situazione attuale in cui i tassi negativi sono diventati un fenomeno molto diffuso e non di breve durata.

La Politica Monetaria

This is the process through which monetary policy decisions affect the economy in general and the price level in particular. The transmission mechanism is characterised by long, variable and uncertain time lags. Thus it is difficult to predict the precise effect of monetary policy actions on the economy and price level.

The chart below provides a schematic illustration of the main transmission channels of monetary policy decisions.



La figura e testo sopra provengono dal sito della BCE e cercano di spiegare “il processo con cui le decisioni di politica monetaria influiscono sull’economia in generale e il livello dei prezzi in particolare. Il meccanismo di trasmissione è caratterizzato da lassi temporali lunghi e variabili. Perciò è difficile prevedere l’effetto preciso delle azioni di politica monetaria sull’economia e il livello dei prezzi.”

In poche parole: questi sono i meccanismi, ma non funzionano come dei meccanismi veri e propri. Insomma, funziona così anche se è praticamente impossibile verificare se il lavoro della BCE sta funzionando o meno a causa dei lassi temporali. In questo contesto, bisogna prendere atto che il lavoro che svolge una banca centrale è più arte che scienza, e come qualsiasi tipo di produzione artistica, la sua bellezza è negli occhi di chi guarda.

La convergenza delle politiche monetarie e fiscali

Non è a caso che la BCE sta cercando di espandere il proprio mandato per includere il combattimento contro i cambiamenti climatici nonché il costo delle abitazioni. L'artista dà il meglio di sé quando è libero di interpretare il mondo come più gli aggrada; troppe restrizioni nelle commissioni ricevute rischiano di tappare le ali al creativo e rendere la produzione artistica una banalità. In questo momento storico, i governi sono ben felici di avere banche centrali sempre più creative nel sostegno all'economia. Il connubio di interessi continua a crescere con la scoperta che il rigore fiscale non sembra essere necessario.

Abbiamo davvero scoperto il segreto della creazione della ricchezza, oppure abbiamo solo aggiornato al nuovo millennio i vecchi sistemi per degradare il valore delle nostre monete?

Perpetual - dal capitalismo al debitismo

C'è uno strumento che fa ai giorni nostri, ma che non ha ancora avuto modo di farsi largo nel paniere degli strumenti di debito governativo: l'obbligazione perpetual (ovvero senza scadenza). Questi strumenti, relativamente comuni tra le banche commerciali (e che formano parte del loro capitale, essendo tipicamente solo un gradino sopra i mezzi propri nella gerarchia dei creditori), potrebbero essere una bella evoluzione per il debito pubblico. Costituisce la soluzione ideale per chi si preoccupa del fatto che l'indebitamento a basso costo ha sempre il problema che, prima o poi, deve essere ripagato. A differenza di tanti aspetti della politica monetaria di oggi, l'emissione di obbligazioni perpetual da parte di un emittente sovrano non è neanche senza

precedenti: Il Regno Unito aveva emesso il War Loan 3^{1/2} negli anni '30 per rifinanziare i debiti della Prima guerra mondiale, un'emissione finalmente ripagata (per volontà del Cancelliere dello Scacchiere) nel 2015. Chissà se non gira già qualche dossier sui tavoli di coloro che hanno il compito di finanziare una spesa pubblica in continuo aumento. Emettere un titolo del genere con un rendimento a zero o addirittura negativo sarebbe l'apoteosi del debitismo, che prenderà il posto del capitalismo nelle nostre economie.

Aumento dei depositi e aumento delle disuguaglianze. Così stiamo uscendo dalla pandemia.

(Note economiche)
di Gabriele Serafini

Sommario.

L'aumento delle giacenze sui conti correnti avvenuto nel 2020 non è stato causato da un risparmio degli italiani ma da una diversa distribuzione dei redditi. La riduzione del PIL causata dalla pandemia ha favorito i lavoratori più abbienti, rispetto a quelli con minori risorse, e la diminuzione dei consumi dovuta ai lavoratori che hanno perso reddito è andata di pari passo con l'aumento dei soldi sui conti correnti di coloro i quali sono stati relativamente avvantaggiati dalla pandemia. Questo fenomeno non può essere osservato guardando solamente il PIL e i dati dei conti correnti. Bisogna invece prendere in considerazione anche gli indicatori che misurano le disuguaglianze e capire che solamente favorendo i più danneggiati dalla pandemia sarà possibile recuperare e superare i livelli di attività economica precedenti, senza determinare una trasformazione peggiorativa del sistema economico complessivo.

1. Introduzione.

In questo periodo c'è stata una discreta attenzione sul fenomeno della crescita delle somme depositate sui conti correnti nel nostro Paese.¹ I dati pubblicati

¹ Vedi, ad esempio: https://www.corriere.it/economia/finanza/21_gennaio_25/strano-caso-soldi-conto-aumentati-56-miliardi-un-anno-pochi-investimenti-1828e8ea-5ee6-11eb-9800-dadbaof11f8e.shtml.

<https://altreconomia.it/il-risparmio-sui-conti-correnti-italiani-e-la-lotta-alle-disuguaglianze/>.

<https://www.ilfattoquotidiano.it/2021/06/05/e-aumentata-la-liquidita-sui-conti-correnti-degli-italiani-e-alle-banche-questo-non->

dalla Banca d'Italia² indicano che il saldo dei depositi presso le banche, nel corso del 2020 è cresciuto di circa 163 miliardi. I commenti sono stati per lo più positivi, e non sono stati corredati da una qualsivoglia ipotesi circa l'origine di quest'aumento, che non fosse il risparmio degli italiani. Si è cioè generalmente riferito l'incremento dei saldi dei conti correnti al risparmio dovuto alla pandemia, che ci ha obiettivamente indotto a spendere di meno, sia perché siamo rimasti in casa, sia a causa della incertezza circa il futuro. I consumi complessivi,³ in effetti, nello stesso periodo si sono ridotti di circa 107 miliardi, mentre le imprese hanno ridotto gli investimenti di circa 28 miliardi. Pertanto, al netto dei movimenti finanziari riconducibili a prestiti e investimenti - di cui parleremo fra poco - questa riduzione complessiva della spesa privata, di circa 135 miliardi, è stata considerata la causa dell'aumento delle giacenze sui conti correnti. Nelle prossime righe mostriamo come questo collegamento non sia corretto e quali siano i problemi connessi con questo fraintendimento.

2. I dati non compresi possono indurci in errore.

Notiamo subito che, affinché un aumento dei saldi sui conti correnti possa essere ricondotto a una riduzione dei consumi, è necessario che, nello stesso arco di tempo, i redditi conseguiti siano rimasti gli stessi di prima. Solo in questo caso, ossia a parità di redditi, una riduzione dei consumi può coincidere con un incremento dei risparmi. Nel corso del 2020, invece, oltre a una riduzione dei consumi abbiamo assistito anche a una riduzione dei redditi, complessivamente conseguiti in Italia, di circa 107 miliardi. Ovviamente, i redditi sono diminuiti per effetto della sospensione di una serie di attività lavorative, causata dalla pandemia; ma è necessario aver chiaro che, rispetto alla giacenza sui conti correnti, la riduzione dei redditi agisce in direzione opposta rispetto alla riduzione dei consumi. Se, infatti, una diminuzione dei consumi tende a incrementare le somme in deposito, la riduzione dei redditi

piace/6219263/#:~:text=Secondo%20i%20dati%20Abi%20(Associazione,del%20Pil%20del%20nostro%20paese.

² https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/moneta-banche/2021-moneta/statistiche_BAM_20210909.pdf.

³ Questi dati sono reperibili presso la banca dati i.Stat, dell'ISTAT, al seguente indirizzo web: <http://dati.istat.it/Index.aspx>.

non permette di alimentare i conti correnti e quindi tende a ridurre il saldo per far fronte alle spese da effettuare. Nel corso del 2020, data la riduzione dei redditi complessivi per un importo analogo alla riduzione dei consumi complessivi, quest'ultima riduzione non può essere stata la causa dell'incremento delle giacenze sui conti correnti.

Potrebbe allora essere possibile che i saldi sui conti correnti siano aumentati a causa del maggior indebitamento delle famiglie e delle imprese. In effetti, nel corso del 2020 i debiti del settore privato sono aumentati di circa 100 miliardi. Pertanto, è possibile che una parte dei circa 163 miliardi di incremento dei depositi sui conti correnti italiani possa essersi originata a causa di un indebitamento aggiuntivo, piuttosto che di un risparmio. Accettando questa ipotesi, rimane comunque da spiegare l'origine dei restanti 63 miliardi aggiuntivi sui conti correnti. L'andamento delle operazioni d'investimento finanziario, a tal proposito, secondo Assogestioni⁴ ha registrato un incremento netto di circa 14,5 miliardi. Pertanto, anche questa attività non può aver generato un aumento della giacenza sui conti correnti perché, al contrario, ha agito in direzione opposta, verso una riduzione del saldo sui conti correnti, per il trasferimento netto di risorse dai depositi agli investimenti.

Considerando che le quotazioni azionarie non influiscono sui saldi dei conti correnti e che i finanziamenti per le compravendite immobiliari sono già inclusi nelle voci dell'indebitamento già menzionate, rimane solo da ipotizzare che l'aumento netto delle giacenze depositate sui conti correnti possa essere dovuto ad una causa non visibile all'interno della contabilità nazionale. Come vedremo nei prossimi paragrafi, questo è proprio il punto contabile e teorico che riteniamo al contempo centrale per il prossimo futuro economico.

3. Uno dei limiti della contabilità nazionale.

Come noto agli addetti ai lavori, il PIL può essere calcolato tramite la sommatoria dei redditi di coloro i quali hanno partecipato alla produzione, compresi gli ammortamenti degli impianti. Esso può però essere calcolato

⁴ <https://www.assogestioni.it/articolo/2020-nel-segno-del-risparmio-gestito-tutti-i-numeri-di-un-anno-da-ricordare>.

anche tramite la sommatoria della spesa per consumi e investimenti, cui aggiungere il saldo della bilancia commerciale.⁵

Per la modalità di costruzione, i due metodi di calcolo⁶ forniscono lo stesso risultato. Pertanto, se guardiamo solo al lato della spesa, la diminuzione dei consumi indica che gli italiani hanno speso di meno e quindi possono aver conseguito un maggior saldo sui conti correnti. Se guardiamo anche il PIL dal lato dei redditi, però, la diminuzione dei redditi causata dalla sospensione di molte attività lavorative durante il 2020 può solamente aver contribuito a una diminuzione delle somme depositate. Questo è il motivo per il quale una riduzione dei consumi e una riduzione dei redditi comportano una diminuzione del PIL da qualsiasi lato si guardi questo aggregato, ma agiscono in direzioni opposte in merito ai saldi sui conti correnti. È quindi chiaro che, diminuiti i redditi, gli italiani hanno complessivamente incamerato meno soldi e pertanto la crescita dei saldi sui conti correnti non può essere stata causata da questo effetto. Una parte dei 163 miliardi di aumento è quindi probabilmente dovuta all'incremento dei debiti, ma la restante parte, pari a più di 60 miliardi, non può comunque essere spiegata tramite questi aggregati di contabilità nazionale. Non c'è ovviamente nessun errore contabile, quanto piuttosto un problema connesso con l'impostazione generale della contabilità nazionale e la mancata comprensione dei suoi limiti. Gli aggregati di contabilità nazionale, proprio in quanto aggregano vari elementi, non permettono infatti di capire l'origine di alcune variazioni, che, come in questo caso, sono molto probabilmente interne all'aggregato del PIL. Così come i consumi e gli investimenti costituiscono differenti parti del PIL dal lato della spesa, i redditi dei lavoratori e i redditi delle imprese costituiscono differenti parti dello stesso aggregato, se visto dal lato dei redditi. Il punto è che le parti costitutive del PIL, dal lato dei redditi, separano quindi il reddito delle imprese da quello dei lavoratori ma considerano i lavoratori, appunto, come un unico aggregato. Non si effettua cioè una distinzione fra i lavoratori che guadagnano di più e quelli che guadagnano di meno, oppure fra i lavoratori che sono più ricchi o che hanno una maggiore giacenza sui conti correnti, rispetto a quelli

⁵ Più qualche altra voce di piccolo importo.

⁶ Esiste anche un terzo modo di costruzione che non cambia la sostanza. Esso determina il PIL sottraendo alla produzione complessivamente realizzata, le risorse consumate nel processo produttivo. Ne rimane il Valore Aggiunto, ossia, di nuovo, i redditi dei fattori produttivi che costituiscono il PIL.

che, invece, non hanno affatto giacenze sui propri conti correnti. Come noto dagli sviluppi della teoria economica, a partire almeno dagli anni 70 del Novecento, un reddito ed una ricchezza differenti determinano comportamenti differenti dei loro possessori, quando questi devono affrontare un processo di scelta.⁷ La contabilità nazionale costruita dagli anni 40 del Novecento in poi, invece, non classifica separatamente i lavoratori in base a queste grandezze e quindi indica solamente il dato aggregato del reddito o dei consumi e il saldo complessivo delle loro variazioni. Gli individui sono così considerati in funzione della posizione ricoperta nel processo produttivo, in quanto lavoratori o imprenditori, ad esempio, ma i lavoratori sono considerati come individui tutti uguali, così come avviene per ciascun membro delle altre classificazioni. Questa aggregazione ha il pregio di mettere a disposizione un numero solo da osservare, per misurare i redditi o altre grandezze, ma non permette di valutare come eventuali rimescolamenti interni nei vari addendi possano causare, come riteniamo in questo caso e come illustreremo nel prossimo paragrafo, aumenti dei saldi dei conti correnti. Queste variazioni sono pertanto invisibili, tramite i dati aggregati, ma sono cruciali per chiarire i problemi economici strutturali, che è necessario individuare per poter far fronte ai danni determinati dalla pandemia. Il pregio dei dati sintetici consiste, in effetti, nella riduzione del numero di grandezze da osservare, ma, come ci insegnano proprio gli statistici, essi ci fanno perdere elementi di ricchezza provenienti dai dati di dettaglio. In questo caso, in quanto le informazioni disponibili provengono da documenti e analisi diversi, si rischia di non individuare la causa sulla quale bisogna intervenire, per procedere con un'evoluzione economica e sociale.

Ci stiamo ovviamente riferendo ad una differente distribuzione dei redditi interna alla categoria dei lavoratori, che implicando differenti comportamenti nel consumo, dovuti ai redditi percepiti e alle ricchezze possedute, può essere alla base della diminuzione del PIL e del consumo, da una parte, e, contestualmente, alla base dell'aumento dei saldi sui conti correnti dall'altra. I comportamenti delle imprese sembrano possano essere esclusi dalle cause di queste variazioni, in quanto esse hanno visto diminuire i profitti di circa 28 miliardi (entrate), ma hanno ridotto gli investimenti (uscite) di un analogo

⁷ Ci riferiamo, ovviamente, alla concezione della economia comportamentale di D. Kahneman e A. Tversky nota come Prospect Theory.

importo. Dei 163 miliardi di variazione dei saldi sui conti correnti, la variazione accreditata alle imprese è stata pari a circa 96 miliardi, mentre quella ricondotta alle famiglie è stata pari a circa 66 miliardi. All'interno di ciascuna di queste categorie, però, vige una certa promiscuità di ruoli, soprattutto nelle aziende di minori dimensioni, che costituiscono la stragrande maggioranza delle imprese italiane. Questo implica che una parte dei saldi delle imprese è nella disponibilità delle famiglie e viceversa. Pertanto, queste classificazioni, e le eventuali riclassificazioni possibili fra queste due grandezze, non possono ridurre le ambiguità del dato e, in quanto non permetterebbero comunque di rivelare la causa della variazione complessiva dei saldi, possono essere considerate irrilevanti. Nel prossimo paragrafo ci concentreremo, quindi, sulla distribuzione dei redditi, in quanto essa, invece, influisce direttamente sulla propensione al consumo complessiva del sistema economico⁸ e, per questo, è in grado di influire direttamente sui saldi dei depositi.

4. Le disuguaglianze nei redditi e nei consumi.

Il reddito complessivo disponibile degli italiani, nel 2020, è diminuito rispetto a quello del 2019 e nello stesso periodo è anche aumentata la disuguaglianza della distribuzione dei redditi, che l'ISTAT⁹ ha misurato tramite il rapporto fra il reddito del 20% più ricco e quello del 20% più povero delle famiglie italiane. Tale rapporto era pari a 5,9 nel 2019 ed è diventato 6,3 nel 2020, al netto degli interventi perequativi realizzati dal Governo, che hanno pesato per uno 0,2. Oltre a questo aumento delle differenze, è da ricordare che, in generale, coloro i quali percepiscono un reddito superiore consumano una quota inferiore del proprio reddito¹⁰ e tale aspetto è confermato dalle misurazioni periodicamente effettuate dalla Banca d'Italia tramite le proprie indagini.¹¹ Unendo questi due elementi, al crescere della concentrazione dei redditi, ossia all'aumentare del reddito dei più abbienti rispetto al reddito dei meno abbienti, si prospetta

⁸ Come noto, dal punto di vista teorico questi aspetti sono stati approfonditi da molti economisti, a partire da J.C. Sismondi, J.M. Keynes, M. Kalecky e N. Kaldor, solo per citarne alcuni.

⁹ Al riguardo si possono consultare almeno due documenti:
<https://www.istat.it/it/files//2021/07/Redistribuzione-reddito-Italia.pdf>;
<https://www.istat.it/it/archivio/259898>.

¹⁰ Oltre che da J.M. Keynes, questo collegamento è stato particolarmente approfondito da Nicholas Kaldor.

¹¹ <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2016/index.html>

sempre una diminuzione dei consumi complessivamente effettuati.¹² I dati relativi al 2020 non sono ad oggi disponibili ma è quindi ipotizzabile che l'aumento dei saldi sui conti correnti possa essere stato causato in parte all'aumento dei debiti privati, come detto, e in parte dal risparmio della parte più ricca della popolazione, che durante il 2020 ha goduto di una distribuzione del reddito complessivo a proprio favore.

La diminuzione complessiva dei redditi per circa 100 miliardi è per ora solo stimata perché i dati relativi alle dichiarazioni dei redditi 2021, per i redditi del 2020, ancora non sono stati prodotti. Tuttavia, mentre la riduzione dei consumi e la riduzione dei redditi non agiscono nella stessa direzione, la riduzione dei consumi e l'aumento della concentrazione dei redditi, come detto, agiscono nella stessa direzione, verso un aumento possibile dei saldi sui conti correnti. Pertanto, l'aumento dei saldi dei conti correnti, a fronte di una riduzione del dato aggregato dei redditi e dei consumi, può quindi significare che la riduzione dei consumi per effetto delle chiusure e della incertezza, abbia indotto una riduzione della occupazione, nella parte meno tutelata della popolazione dal punto di vista occupazionale. Questo è misurato dalla maggiore concentrazione dei redditi nella popolazione, che ha generato un duplice effetto: una diminuzione complessiva dei consumi – dovuta prevalentemente ai meno abbienti danneggiati dalla pandemia - e un aumento dei saldi sui conti correnti – dovuto prevalentemente ai più abbienti e meno danneggiati dalla pandemia.

5. Che cosa possiamo fare per il futuro?

Ripetiamo che non sono disponibili i dati definitivi e che quindi questa ipotesi si basa sui dati provvisori, ossia sulla riduzione dei consumi e del totale dei redditi, sull'aumento dei saldi dei conti correnti e sull'aumento della concentrazione dei redditi già misurati dalla Banca d'Italia e dall'ISTAT. Tuttavia, se essi saranno confermati anche dalle dichiarazioni dei redditi del 2021 e da successive rilevazioni e indagini, possiamo trarne delle indicazioni precise di politica economica.

¹² Quanto avvenuto in Italia in questo senso è descritto anche nella Relazione annuale della Banca d'Italia sul 2020:
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/sintesi/index.html>

È chiaro che i redditi, nel corso del 2021, stanno nuovamente aumentando nel loro complesso, e così sta accadendo anche per i consumi. Tuttavia, se i redditi stessero aumentando senza che a questo si accompagni una riduzione della loro concentrazione,¹³ l'aumento dei consumi non potrà essere che inferiore, rispetto a quanto possibile. La redistribuzione dei redditi auspicabile, ovviamente, non deve realizzarsi mediante un trasferimento di risorse dai più abbienti ai meno abbienti, ma mediante una attribuzione dei redditi aggiuntivi ai lavoratori maggiormente colpiti dalla pandemia e meno abbienti. Nello stesso periodo pandemico del 2020, infatti, oltre ad una riduzione dei redditi e a un aumento della loro concentrazione, si è assistito ad una riduzione del numero di occupati pari a circa 1 milione,¹⁴ e solamente un recupero dei livelli di attività, potrebbe permettere un aumento dei loro redditi e dei relativi consumi. La struttura economica disegnata in uscita dalla pandemia, pertanto, è differente rispetto alla struttura precedente e quindi le sfide che abbiamo di fronte non possono non considerare che una parte della popolazione è stata danneggiata severamente dalla pandemia, mentre un'altra lo è stata di meno. La risultante netta dell'aumento delle giacenze sui conti correnti non può essere quindi liquidata con una considerazione circa l'aumentata propensione al risparmio da parte degli italiani. Dai dati disponibili, infatti, possiamo già dire che, al contrario, una parte della popolazione ha ridotto i consumi perché ha visto contrarsi i propri redditi, e si tratta di quella parte che era meno tutelata dal punto di vista occupazionale e meno retribuita rispetto ad altre. Un'altra parte, invece, ha visto i propri redditi intaccati in misura nettamente inferiore, o non intaccati affatto, ed essendo anche la parte maggiormente tutelata dal punto di vista occupazionale e reddituale, ha potuto procedere in maniera volontaria a ridurre i consumi per aumentare il proprio senso di sicurezza (risparmio precauzionale), trovandosi a fine 2020 con una posizione finanziaria netta addirittura migliorata rispetto al 2019.

Una politica economica efficace, non solamente per questioni etiche, non può non considerare questi aspetti differenziali e anche la responsabilità

¹³ La linea di svolgimento che la nostra economia stava positivamente seguendo prima della pandemia, indicava una riduzione, seppur timida, della concentrazione dei redditi, nell'ultimo decennio.

¹⁴ I dati sull'occupazione e le retribuzioni si trovano a p. 27 e 32 della pubblicazione Istat "Rapporto sulla situazione economica del Paese 2021", Capitolo 1, disponibile al seguente indirizzo:
<https://www.istat.it/it/archivio/259060>.

democratica degli organi di informazione e politici deve considerare che un miglioramento complessivo e per ciascuno, dei redditi e della loro sicurezza, deriva maggiormente da una ripresa delle attività lavorative che sia orientata verso quella parte della popolazione che è maggiormente disposta a lavorare per necessità di consumare. Questo aspetto economico, oltre che democratico, sarà il cuore del prossimo sviluppo. Altrimenti ci potrà anche essere una crescita complessiva netta; ma un eventuale aumento squilibrato dei livelli e della qualità delle attività economiche non potrà che essere foriero di una disgregazione sociale e determinare, quindi, un effetto retroattivo di cui le generazioni prossime, se non quella parte di popolazione già malconcia per la pandemia, presenteranno presto il conto all'intero sistema.

Conclusioni

a cura di Maurizio Mazziero

Produzione industriale, commercio al dettaglio ed esportazioni presentano dati molto positivi, in base alle rilevazioni Istat, e si presume che questa tendenza possa continuare nei prossimi mesi.

Ne consegue che pur mantenendo la cautela nella nostra stima di aumento del PIL al 5,7% per l'anno in corso, questa verrà prossimamente rivista avvicinandola al 6% e incrementandola anche ulteriormente in caso di sviluppi ancora più favorevoli.

Se da un lato possiamo considerare questi dati già pressoché acquisiti, a nostro avviso ora occorre focalizzarsi sugli elementi che consentiranno di mantenere un elevato tenore di crescita non solo per l'anno prossimo, ma anche per gli anni successivi.

A tal proposito non è sufficiente solo l'attuazione del PNRR, ma diventa essenziale il recupero dei posti di lavoro persi, anche attraverso una rivisitazione dei contratti e dei salari, nonché a verifiche di mansioni e produttività a partire dal pubblico impiego.

L'aspetto della crescita, e tutte le misure per renderla strutturale, è strettamente legato al tema del debito pubblico che continua a salire e che dovrà trovare convincenti motivazioni di sostenibilità nel momento in cui la BCE necessariamente dovrà allentare gli acquisti di titoli di Stato.

In quel momento il grande giudice tornerà ad essere il mercato che potrebbe richiedere rendimenti estremamente onerosi qualora il percorso di rinnovamento del Paese non sia convincente. A quel punto, potrebbe essere la spesa per interessi a porre in difficoltà i conti pubblici sottraendo risorse preziose al bilancio.

Abbiamo ancora un po' di tempo prima di questa eventualità, ma occorre agire ora per non trovarsi impreparati un domani.

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%	2,60%
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	27.949	1.654.210	2.239.409	2,60%	135,30%	0,80%	0,10%
Anno 2016	1.695.787	40.432	1.676.766	2.285.631	2,40%	134,80%	1,30%	0,50%
Anno 2017	1.736.593	40.806	1.704.733	2.329.374	2,40%	134,10%	1,70%	1,10%
Anno 2018	1.771.391	34.798	1.720.515	2.380.982	2,20%	134,40%	0,90%	1,20%
Anno 2019	1.794.935	23.544	1.727.574	2.409.942	1,50%	134,30%	0,30%	0,50%
Anno 2020	1.653.577	-141.358	1.573.153	2.573.386	9,60%	155,60%	-8,90%	-0,10%
Anno 2021 (st.DEF)	1.743.800	90.223		2.786.584	11,80%	159,80%	4,50%	1,00%
Anno 2022 (st.DEF)	1.851.600	107.800		2.893.545	5,90%	156,30%	4,80%	1,30%
Anno 2023 (st.DEF)	1.952.200	100.600		2.983.444	4,30%	155,00%	2,60%	1,40%
Anno 2024 (st.DEF)	1.987.400	35.200		3.033.993	3,40%	152,70%	1,80%	1,40%
Anno 2021 (st.UE)	1.723.027	69.450		2.753.398	11,70%	159,80%	4,20%	1,30%
Anno 2022 (st.UE)	1.798.841	75.813		2.816.984	5,80%	156,60%	4,40%	1,10%
Anno 2021 (st.FMI)	1.717.179	63.602		2.718.384	11,80%	159,90%	4,30%	0,80%
Anno 2022 (st.FMI)	1.777.706	60.527		2.783.342	6,00%	157,90%	4,00%	1,00%
Anno 2023 (st.FMI)	1.826.821	49.115		2.829.276	2,70%	154,90%	1,70%	1,00%
Anno 2024 (st.FMI)	1.866.185	39.364		2.870.749	2,50%	153,80%	0,90%	1,20%
Anno 2025 (st.FMI)	1.908.104	41.919		2.911.152	2,50%	152,60%	0,90%	1,40%
Anno 2026 (st.FMI)	1.923.369	15.265		2.904.287	1,80%	151,00%	0,80%	1,30%
Anno 2021 (st.OCSE)	1.751.138	97.561		2.777.305	10,60%	158,60%	5,90%	1,60%
Anno 2022 (st.OCSE)	1.822.935	71.797		2.827.372	5,70%	155,10%	4,10%	1,60%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

*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)*

Sommario delle stime Mazziere Research

Debito Pubblico

La stima a dicembre 2021

Compreso tra 2.709 e 2.749 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà febbraio 2022

Variazione PIL

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

Stima PIL 4° trimestre 2021: -0,8% (tra -2 e +2%)

Stima PIL 2021: +5,7% (tra +5 e +7%)

Spesa per Interessi

Stima Mazziere Research spesa lorda a fine 2021: 66,4 miliardi.

Stima Mazziere Research spesa netta a fine 2021: 58,1 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 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, *Indagine rapida sulla produzione industriale*
Governo, *Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*
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
Sace, *Rapporto Export 2021*, settembre 2021
Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Nota sulla congiuntura*

Comitato di Redazione

Maurizio Mazziro è un analista finanziario, Socio Professional SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto di materie prime. Fondatore della Mazziro 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 Mazziro 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 presso l'Università degli Studi Niccolò Cusano di Roma, dove è Direttore del Centro Studi per l'Analisi delle Dinamiche Economiche e Responsabile Scientifico dell'Area Economia Dinamica e Comportamentale. È docente di Storia del pensiero economico e Statistica economica e finanziaria. I suoi interessi scientifici concernono le teorie della produzione, scambio e distribuzione della ricchezza, sia in relazione alla loro coerenza interna che alla loro dimensione 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, 23 settembre 2021



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

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research

<i>Italia 1 trim 2021: Pil, debito & Co.</i>	27 maggio 2021
<i>Italia: economia a fine 2020</i>	25 febbraio 2021
<i>Italia 3 trim 2020: Pil, debito & Co.</i>	09 dicembre 2020
<i>Italia: economia a metà 2020</i>	23 settembre 2020
<i>Italia 1 trim 2020: Pil, debito & Co.</i>	20 maggio 2020
<i>Italia: economia a fine 2019</i>	19 febbraio 2020
<i>Italia 3 trim 2019: Pil, debito & Co.</i>	21 novembre 2019
<i>Italia: economia a metà 2019</i>	19 settembre 2019
<i>Italia 1 trim 2019: Pil, debito & Co.</i>	22 maggio 2019
<i>Italia: economia a fine 2018</i>	20 febbraio 2019
<i>Italia 3 trim 2018: Pil, debito & Co.</i>	21 novembre 2018
<i>Italia: economia a metà 2018</i>	20 settembre 2018
<i>Italia 1 trim 2018: Pil, debito & Co.</i>	22 maggio 2018
<i>Italia: economia a fine 2017</i>	21 febbraio 2018
<i>Italia 3 trim 2017: Pil, debito & Co.</i>	29 novembre 2017
<i>Italia: economia a metà 2017</i>	20 settembre 2017
<i>Italia 1 trim 2017: Pil, debito & Co.</i>	25 maggio 2017
<i>Italia: economia a fine 2016</i>	20 febbraio 2017
<i>Italia 3 trim 2016: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2016
<i>Italia: economia a metà 2016</i>	19 settembre 2016
<i>Italia 1 trim 2016: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2016
<i>Italia: economia a fine 2015</i>	17 febbraio 2016
<i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	16 novembre 2015
<i>Italia: economia a metà 2015</i>	16 settembre 2015
<i>Italia 1 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	18 maggio 2015
<i>Italia: economia a fine 2014</i>	16 febbraio 2015
<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	19 maggio 2014
<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2013
<i>Italia: economia a fine 2012</i>	18 febbraio 2013
<i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	20 novembre 2012
<i>Italia: economia a metà 2012</i>	10 settembre 2012
<i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	11 giugno 2012
<i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>	18 febbraio 2012
<i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.</i>	13 dicembre 2011
<i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i>	16 agosto 2011
<i>Italia 1q2011: Pil, debito & Co.</i>	17 maggio 2011
<i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>	29 marzo 2011

Pubblicazioni speciali della Mazziere Research

Speciale NaDEF 2018

8 ottobre 2018

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2021

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035