

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Anno XII - Numero 1

Copyright ©2022

*Italia economia  
a fine 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>Nessuna novità</i>	Pag. 6
Il debito pubblico	
<i>Debito a fine 2021 meglio delle attese</i>	Pag. 7
Le entrate e le uscite	
<i>Entrate tributarie 12% in più</i>	Pag. 8
Lo stock di Titoli di Stato	
<i>Rendimenti in rialzo</i>	Pag. 9
<i>Scadenze dei titoli di Stato: settembre impegnativo</i>	Pag. 10
Gli acquisti della BCE	
<i>BCE verso minori acquisti</i>	Pag. 11
Il Prodotto Interno Lordo	
<i>Stima PIL 2022 al 4,1%, cosa potrebbe abbassarlo</i>	Pag. 12
<i>Bene il commercio, produzione industriale in flessione</i>	Pag. 13
Il mercato del lavoro	
<i>Crescita dell'occupazione scarsa e troppo lenta</i>	Pag. 14
L'inflazione	
<i>Inflazione ai massimi dal 1996</i>	Pag. 16
Approfondimenti	
<i>Il commento di Andrew Lawford: Carbon pricing</i>	Pag. 17
<i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i>	
<i>Quattro mosse necessarie per salvare l'economia e l'UE</i>	Pag. 20
Conclusioni <i>a cura di Maurizio Mazziero</i>	Pag. 32
Appendice	Pag. 33
Sommario delle stime Mazziero Research	Pag. 34
Bibliografia	Pag. 35
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*

*L'inflazione è un perverso meccanismo di trasferimento del denaro, toglie potere d'acquisto a chi risparmia per passarlo a chi si indebita.*  
Maurizio Mazziero

## **Introduzione**

*Quattrovirgolaottopercento.*

Da ventisei anni non si vedeva un'inflazione così alta, ma soprattutto quello che sembra farsi strada è una sua persistenza dato che in parte continuano ad emergere fatti nuovi che potrebbero prolungare l'aumento dei prezzi.

In particolare, con l'aggravarsi della tensione fra Russia e Ucraina i beni energetici potrebbero restare su prezzi elevati per lungo tempo. Gli aumenti delle bollette colpiscono in modo trasversale sia le aziende sia le famiglie e lo stesso Governo potrebbe non essere in grado di mitigare l'impatto oltre l'estate.

Il rischio è che il PIL dopo il positivo dato del 2021, inizi a scendere più del dovuto e le ragioni ci sono tutte: le aziende perdono competitività e potrebbero in alcuni casi fermare le produzioni, le famiglie continuano a sostenere una perdita del potere di acquisto e potrebbero essere costrette a ridurre i consumi, i salari si mantengono bassi e sembra difficile anche solo nominare un recupero dell'inflazione.

Al tempo stesso, l'aumento dei beni energetici – bollette e carburanti – incidono in maniera maggiore nelle famiglie meno abbienti e quindi si amplia ancora di più la disuguaglianza con le famiglie benestanti. È una deriva che nel lungo termine porterà ancora più danni limitando la crescita.

In questo Osservatorio si troveranno sia gli aspetti positivi dei traguardi raggiunti dall'economia nazionale, ma anche le fragilità che potrebbero rendere il nostro cammino di recupero ancora più accidentato.

*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

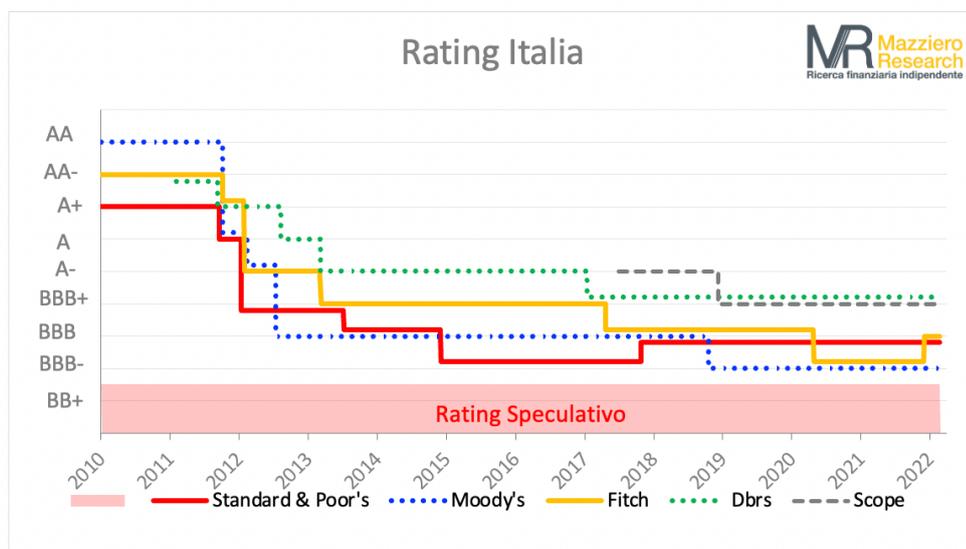


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi  
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

### Nessuna novità

Non vi sono particolari novità per quanto riguarda la valutazione sul rating italiano da parte delle agenzie.

Nel corso del 2021 l'atteggiamento nei confronti dell'Italia è migliorato e ha portato Fitch, che aveva la valutazione più bassa, ad aggiornare il rating da BBB- a BBB; al tempo stesso Standard & Poor's, DBRS e Scope hanno migliorato l'outlook.

Nessuna azione è stata intrapresa da Moody's nel 2021 e quindi sarà interessante vedere se vi sarà un miglioramento o meno nell'appuntamento del 1° aprile; l'attuale valutazione di Moody's non ha subito modifiche dal 19 ottobre 2018 e perlomeno sarebbe auspicabile un aggiornamento.

Scope Ratings, la casa di valutazione di Francoforte, ha svolto a inizio mese una ricognizione sui conti italiani confermando BBB+ stabile, ma rilevando al tempo stesso: i) un debito pubblico elevato e necessità di finanziamento in aumento; ii) una tiepida crescita economica di lungo periodo; iii) una popolazione che invecchia, gravando a lungo termine sulle finanze pubbliche; iv) risultati inadeguati sul mercato del lavoro, con bassi tassi di occupazione e di partecipazione alla forza lavoro.

Data di valutazione	Agenzia	Rating attuale	Outlook	Stabilito in data	Esito	Nuovo rating
11/02/22	Scope	BBB+	Stabile	20/08/21		
01/04/22	Moody's	Baa3	Stabile	19/10/18		Confermato
22/04/22	Standard & Poor's	BBB	Positivo	22/10/21		
29/04/22	DBRS	BBB high	Stabile	29/10/21		
27/05/22	Fitch	BBB	Stabile	03/12/21		
29/07/22	Scope	BBB+	Stabile	20/08/21		
30/09/22	Moody's	Baa3	Stabile	19/10/18		
21/10/22	Standard & Poor's	BBB	Positivo	22/10/21		
28/10/22	DBRS	BBB high	Stabile	29/10/21		
18/11/22	Fitch	BBB	Stabile	03/12/21		

Tabella 1: Calendario delle valutazioni del Rating italiano nel 2022  
(Elaborazione su dati delle singole agenzie)

## Il debito pubblico

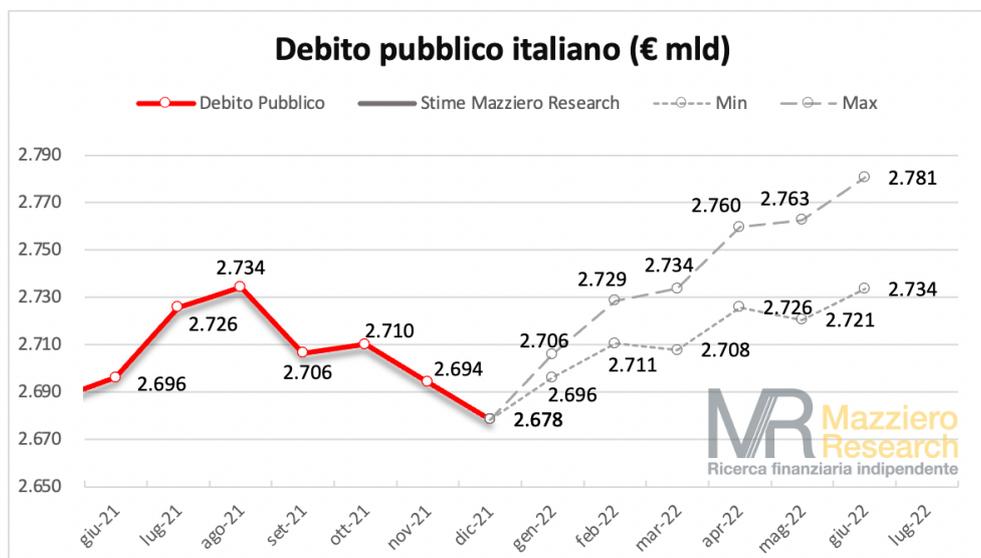


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime sino a giugno 2022 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

### Debito a fine 2021 meglio delle attese

Come si può osservare dalla **Figura 2**, il debito pubblico ha intrapreso una dinamica discendente da agosto sino a fine anno, portandosi dal record storico di 2.734 miliardi ai 2.678 miliardi.

Ciò che stupisce non è tanto la dinamica discendente che si verifica normalmente nella seconda metà dell'anno e che abbiamo rilevato nei passati Osservatori, quanto l'entità della diminuzione (56 miliardi) che supera anche quella straordinaria del 2019, prima dell'avvento della pandemia.

Da questo punto di vista, l'ammontare del debito a fine 2021 migliora di molto le previsioni della NaDEF 2021 che lo stimava in 2.732 miliardi.

Non dobbiamo comunque dimenticare che nel 2021 il debito è aumentato di 105 miliardi, molto meglio del 2020 quando salì di 163 miliardi, ma anche molto peggio dei 28 miliardi del 2019.

Anche il rapporto debito/PIL dovrebbe migliorare in modo consistente – non abbiamo ancora il dato ufficiale – e dovrebbe trovarsi intorno al 150%, più probabilmente al 149,5%, contro le stime NaDEF 2021 del 153,5% e in forte discesa dal 155,6% del 2020. A solo titolo di raffronto ricordiamo che nel 2019 il rapporto debito/PIL fu del 134,3%.

Sono dati comunque pesanti, sebbene presentino un miglioramento rispetto alle precedenti stime del Governo, che non possono farci esultare anche perché la **Figura 2** con le nostre stime mostra una forte ripartenza del debito pubblico già da gennaio e dovrebbe segnare nuovi record assoluti nel primo semestre, arrivando a giugno in una forchetta che attualmente stimiamo tra 2.734 e 2.781 miliardi.

## Le entrate e le uscite

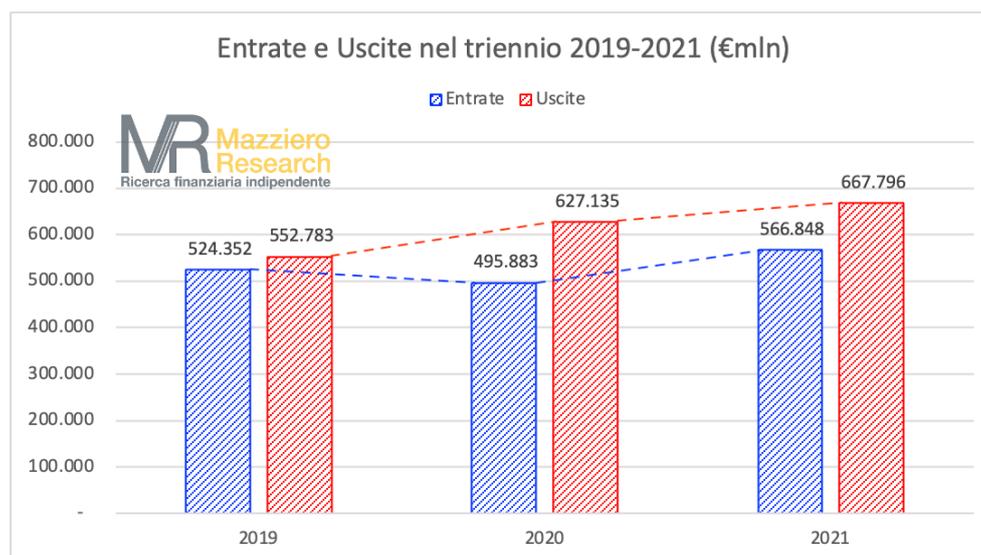


Figura 3: Confronto entrate e uscite nel triennio 2019-2021  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### Entrate tributarie 12% in più

Nella **Figura 3** possiamo osservare il confronto di entrate (istogrammi blu) e uscite (istogrammi rossi) nel triennio 2019-2021 (queste comprendono anche la spesa per interessi). Si può notare che le uscite sono costantemente aumentate, seppur con un ritmo inferiore nell'ultimo anno. Le entrate, invece, dopo una diminuzione tra 2019 e 2020 sono fortemente cresciute, superando nel 2021 anche i livelli del 2019. Sebbene la differenza tra entrate e uscite resti ancora particolarmente ampia – 101 miliardi nel 2021 contro 28 miliardi nel 2019 – appare comunque in miglioramento rispetto al 2020 (131 miliardi).

Nella **Tabella 2** vengono poste a confronto le entrate tributarie di competenza da gennaio a novembre del 2020 e 2021, da cui emerge un forte incremento della cifra totale +47,8 miliardi pari a un +12,2%. Sul fronte delle imposte dirette spicca l'aumento dell'IRPEF +6,2%, mentre le imposte societarie (IRES) crescono del 5,3% (a fronte di progressi percentuali poco differenti, le cifre in termini assoluti sono molto diverse).

Ancora più consistenti gli aumenti sul versante delle imposte indirette, con una variazione del +21,1% per l'IVA e +10,3% sulle accise degli oli minerali (principalmente carburanti).

I forti aumenti sul lato delle imposte dirette, in particolare IRPEF, e imposte indirette sono coerenti con un quadro di economia in ripresa, con una crescita dell'occupazione, della produzione, dei consumi e del traffico.

Gennaio-Novembre 2021	2020	2021	Var. €mln	Var %
<b>Totale</b>	<b>393.646</b>	<b>441.477</b>	<b>47.831</b>	<b>12,2%</b>
Imposte dirette	225.568	244.663	19.095	8,5%
IRPEF	170.606	181.211	10.605	6,2%
IRES	29.613	31.168	1.555	5,3%
Imposte indirette	168.078	196.814	28.736	17,1%
IVA	104.572	126.686	22.114	21,1%
Oli minerali	18.767	20.703	1.936	10,3%

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

## Lo stock di Titoli di Stato

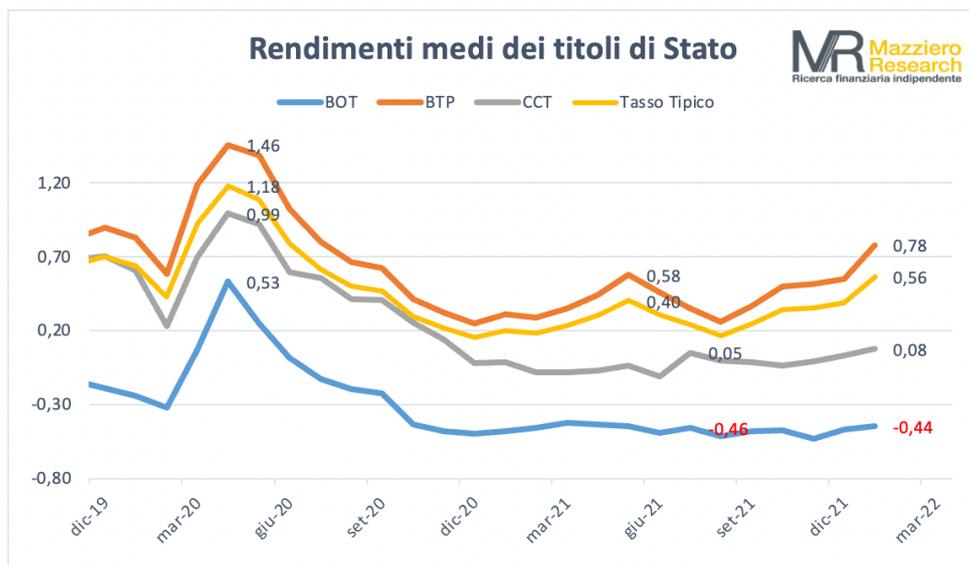


Figura 4: Rendimenti medi dei titoli di Stato  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### Rendimenti in rialzo

La tendenza è ormai confermata: i rendimenti dei titoli di Stato hanno iniziato a salire, lo vediamo dalla **Figura 4** dove i BTP mediamente tendono a superare i valori di agosto 2020. In particolare, il BTP decennale scambia attualmente sui mercati a un rendimento dell'1,9% con uno spread che viaggia tra i 160 e i 170 punti base, segno di una maggiore percezione del rischio da parte degli investitori legato ai minori acquisti dalla parte della banca centrale (si veda anche la sezione seguente).

Sebbene ogni mezzo punto percentuale di rendimento in più possa generare maggiori costi per circa 2 miliardi l'anno, stimiamo che la spesa per interessi lorda (**Figura 5**) resti ancora abbastanza vicina a quella dell'anno scorso: 64,4 miliardi quest'anno a fronte di 64,8 miliardi nel 2021. Infatti, nel 2022 andranno in scadenza 60 miliardi di BTP con cedole tra il 2,5 e il 2,75% annuo che verranno sostituiti da titoli con rendimenti più bassi.



Figura 5: Stima spesa per interessi a fine 2022  
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)



Figura 6: Scadenze Titoli di Stato sino a dicembre 2022 (€mln)  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### Scadenze dei titoli di Stato: settembre impegnativo

Dal punto di vista delle scadenze, la **Figura 6** mostra gli importi mensili che appaiono abbastanza regolari, ma con qualche mese più impegnativo in termini di rinnovi: settembre 57 miliardi, aprile 47 miliardi e maggio per oltre 38,5 miliardi.

Abbastanza regolare l'articolazione delle scadenze su base annua, riportata nella **Figura 7**; da questo punto di vista il Tesoro continua a lavorare con accortezza cercando di allungare il più possibile la durata finanziaria per approfittare dei rendimenti ancora favorevoli.

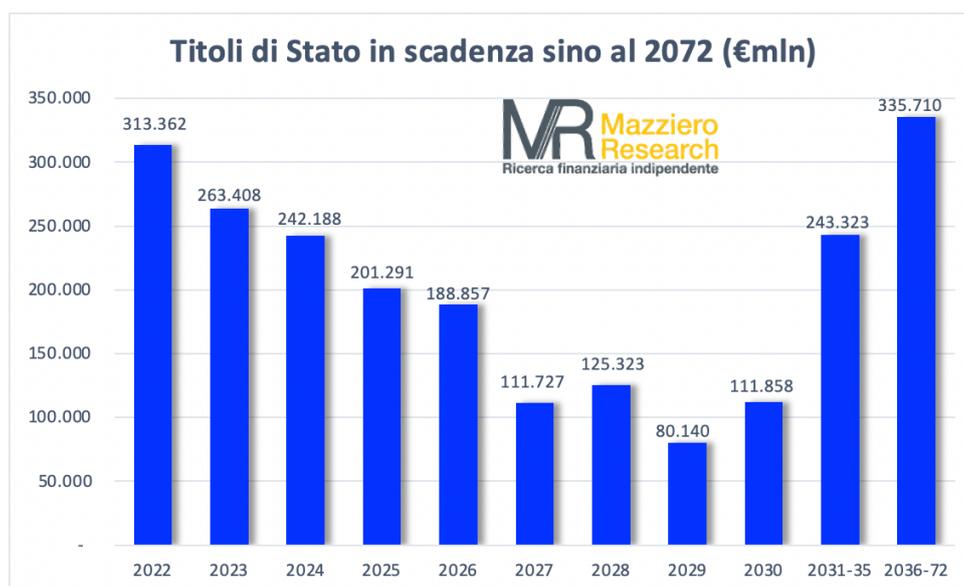


Figura 7: Scadenze Titoli di Stato sino al 2072 (€mln)  
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)

## Gli acquisti della BCE

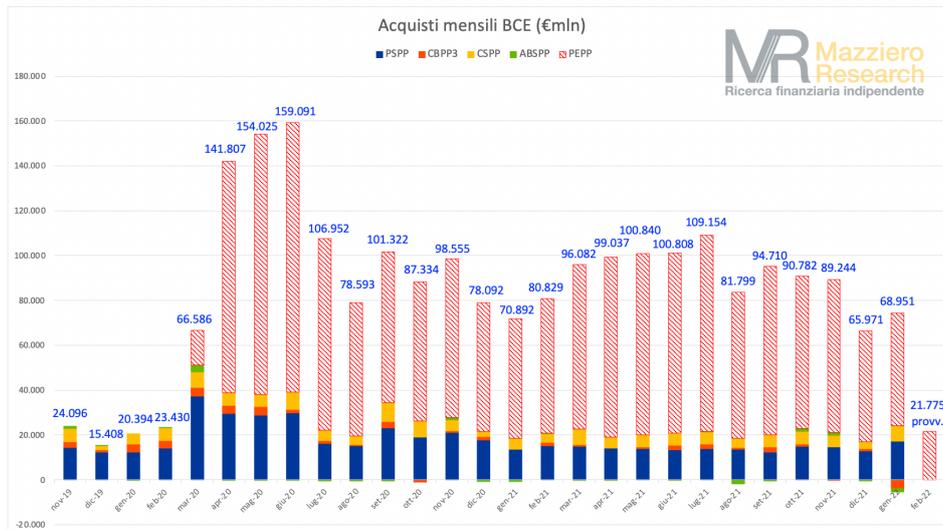


Figura 8: Acquisto titoli della BCE durante il QE2+PEPP (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)

### BCE verso minori acquisti

La Banca Centrale Europea terminerà il mese prossimo il Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP) e sta già riducendo gli acquisti; a solo titolo di esempio a gennaio ha acquistato titoli di Stato europei per 69 miliardi contro i 95 miliardi di settembre (Figura 8).

Con questi acquisti, la BCE ha finora assorbito tutte le maggiori emissioni italiane necessarie a finanziare l'aumento del debito, arrivando a detenere il 31,2% dei nostri titoli governativi. Come si può notare dalla Figura 9 a fronte di un aumento delle emissioni a partire dal 2020, la banca centrale si è fatta carico di maggior acquisti (area in giallo), evitando che il maggior circolante dovesse essere mantenuto dagli investitori (area in grigio) e contribuendo a tenere bassi i rendimenti.

Con la fine del PEPP, dal 2° trimestre la banca centrale aumenterà il Quantitative Easing da 20 a 40 miliardi al mese per poi tornare a 30 e a 20 nel 3° e 4° trimestre e infine iniziare un rialzo dei tassi in caso di persistenza dell'inflazione.

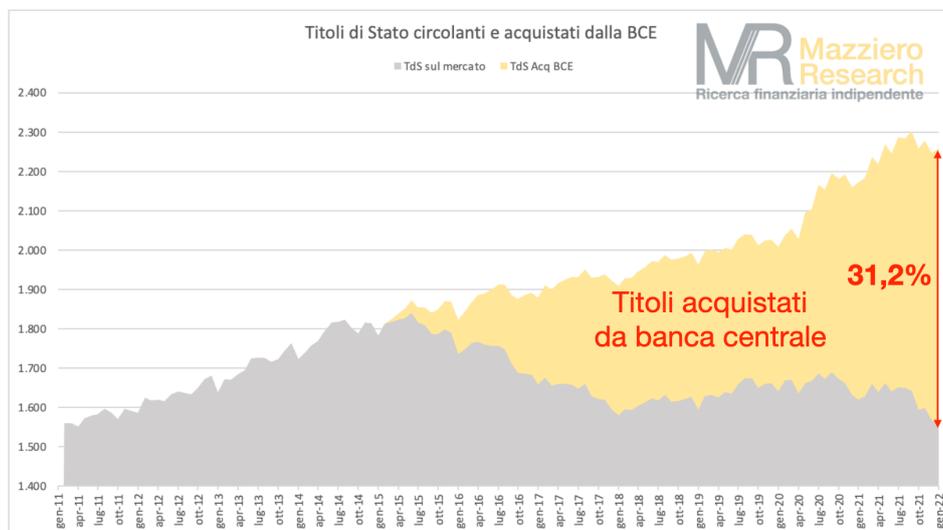


Figura 9: Percentuale di acquisti di titoli italiani dalla BCE (Elaborazione su dati Banca Centrale Europea e Banca d'Italia)

## Il Prodotto Interno Lordo

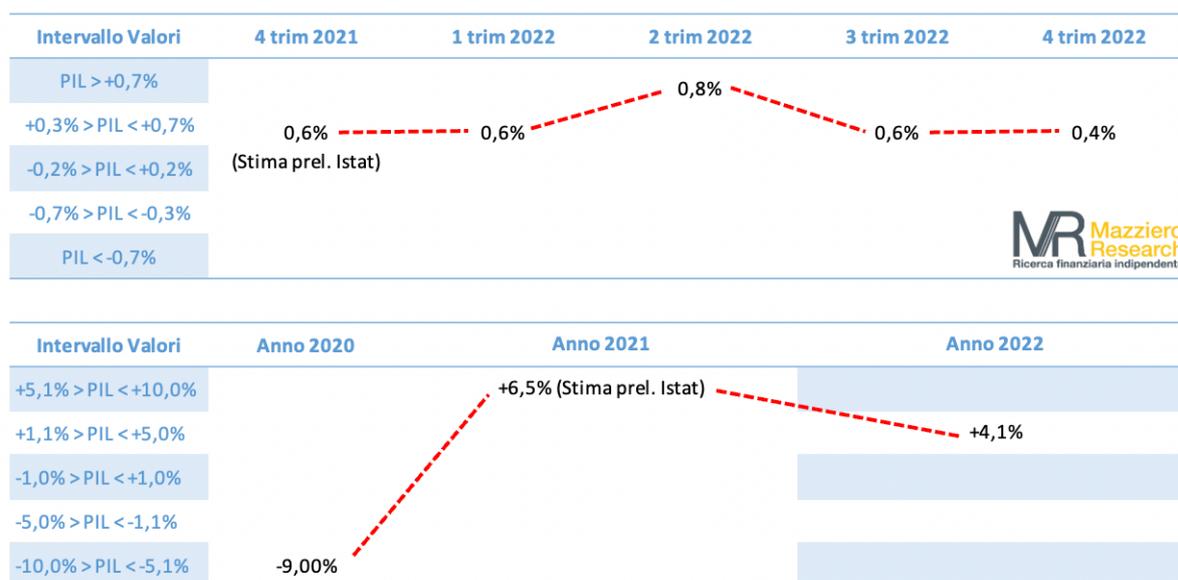


Tabella 3: Stime di evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale  
(Elaborazione Mazziero Research su modelli proprietari)

### Stima PIL 2022 al 4,1%, cosa potrebbe abbassarlo

L'Istat ha rilasciato la stima preliminare del PIL del 4° trimestre allo 0,6%, che porterebbe se confermato un PIL annuale del 2021 al 6,5%.

Un ottimo risultato che avrebbe anche un effetto trascinamento nel 2022, grazie a una crescita acquisita del 2,4%. Ciò significa che se la variazione in tutti i quattro trimestri dell'anno fosse pari a zero si otterrebbe comunque una crescita su base annua del 2,4%.

Non solo è auspicabile, ma è quasi certo, che il risultato sarà migliore e anche nel caso di un trimestre con un moderato segno negativo si potrà avere una crescita del PIL superiore.

Attualmente stimiamo un PIL 2022 al 4,1%, in base anche all'articolazione trimestrale riportata nella **Tabella 3**, tale crescita potrebbe ulteriormente aumentare di 0,2-0,3 punti percentuali con l'abbandono delle limitazioni relative alla pandemia nel 2° trimestre. Ciò potrebbe non solo consentire il recupero delle attività ancora soggette a restrizioni, ma fornirebbe un senso di liberazione psicologico ai cittadini favorendo la volontà di ritornare a una vita normale in termini di consumi, svago, turismo ecc.

Tuttavia, queste possibilità sono ora minate da due fattori: il primo è l'inflazione, che sta colpendo tutti i beni di consumo, ma soprattutto i beni energetici. L'impatto appare pesante per le imprese, con maggiori costi non previsti in precedenza, e per le famiglie che vedono un forte aumento delle bollette in arrivo in questi giorni.

Per i clienti a maggior tutela le bollette della luce sono cresciute del 286% dal terzo trimestre del 2020, mentre quelle del gas sono rincarate del 228% dal quarto trimestre del 2020 (Fonte Arera), il Governo ha già approvato delle misure di contenimento e ne sta per approvare ulteriori.

L'aggravarsi della crisi tra Russia e Ucraina creerà sicuramente un impatto sulle attività produttive e commerciali con una conseguente riduzione del PIL. Pertanto, le nostre attuali stime sono poste sotto revisione e verranno aggiornate nel consueto "PIL e debito flash" di inizio marzo.

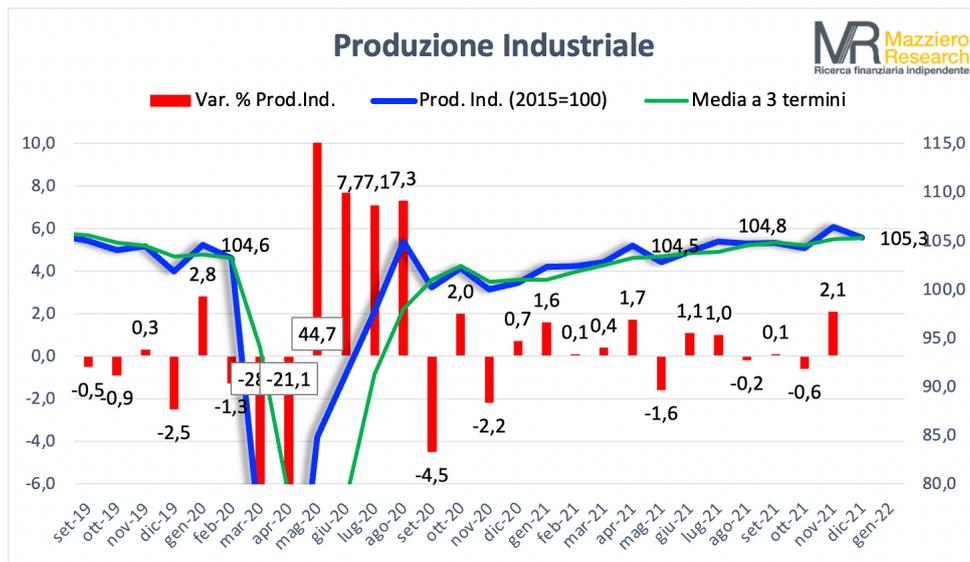


Figura 10: Produzione industriale da settembre 2019 a dicembre 2021 (Elaborazione su dati Istat)

### Bene il commercio, produzione industriale in flessione

Luci e ombre sulla produzione industriale che chiude dicembre con un calo dell'1%, ma con un progresso annuale dell'11,8% a fronte di una flessione dell'11,4% nel 2020 (Figura 10). Secondo Confindustria e IHS Markit, anche gennaio risulterebbe in flessione.

Molto meglio il commercio al dettaglio che continua il suo percorso di crescita (Figura 11); a dicembre il progresso è pari allo 0,9%, mentre su base tendenziale cresce del 9,4% spinto principalmente dai beni non alimentari (mobili, abbigliamento e calzature, prodotti farmaceutici).

Occorre ricordare che anche l'inflazione contribuisce all'aumento del commercio, lo si denota dalla differenza tra la crescita in valore (9,4%) e in volume (7,7%) a conferma che l'aumento dei prezzi costituisce una perdita del potere reale di acquisto.

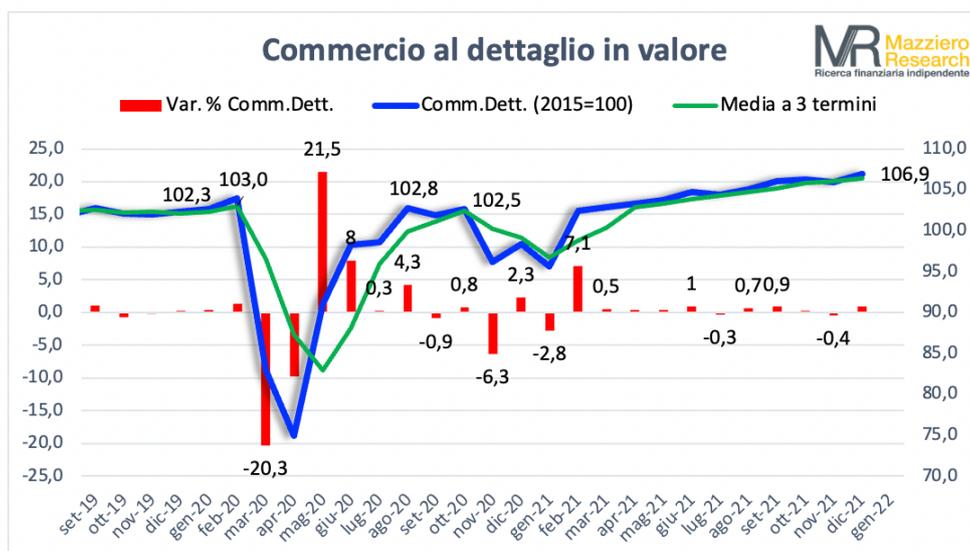


Figura 11: Commercio al dettaglio da settembre 2019 a dicembre 2021 (Elaborazione su dati Istat)

## Il mercato del lavoro

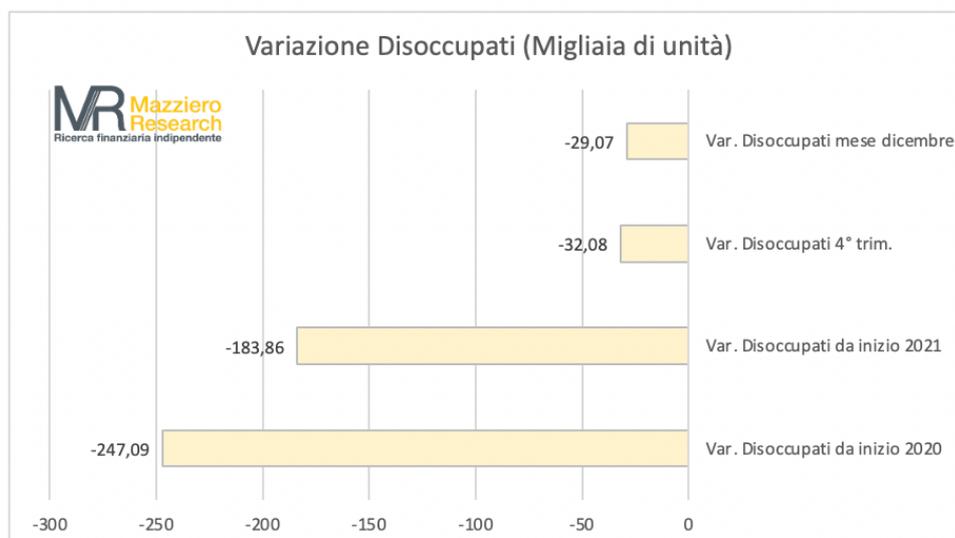


Figura 12: Disoccupati variazioni su più finestre temporali  
(Elaborazione su dati Istat)

### Crescita dell'occupazione scarsa e troppo lenta

Anche nel mese di dicembre sono diminuiti i disoccupati per 29 mila unità (**Figura 12**), un valore non troppo differente dalla diminuzione dell'intero 4° trimestre (32 mila unità); il tasso di disoccupazione scende al 9% dal 9,1% del mese precedente e dal 9,8% di fine 2020. I disoccupati sono scesi di 184 mila unità rispetto a inizio 2021 e 247 mila da inizio 2020. Nel mese di dicembre sono aumentati gli inattivi di 4 mila unità, ma scendono di 152 mila nel 4° trimestre (**Figura 13**). È interessante notare come vi sia stato un forte calo degli inattivi da inizio 2021 (653 mila) pieno periodo pandemico, mentre aumentano dall'inizio del 2020 (10 mila unità), si conferma quindi una maggiore fiducia nella possibilità di trovare lavoro seppur non ancora in grado di superare il periodo pre-pandemico.

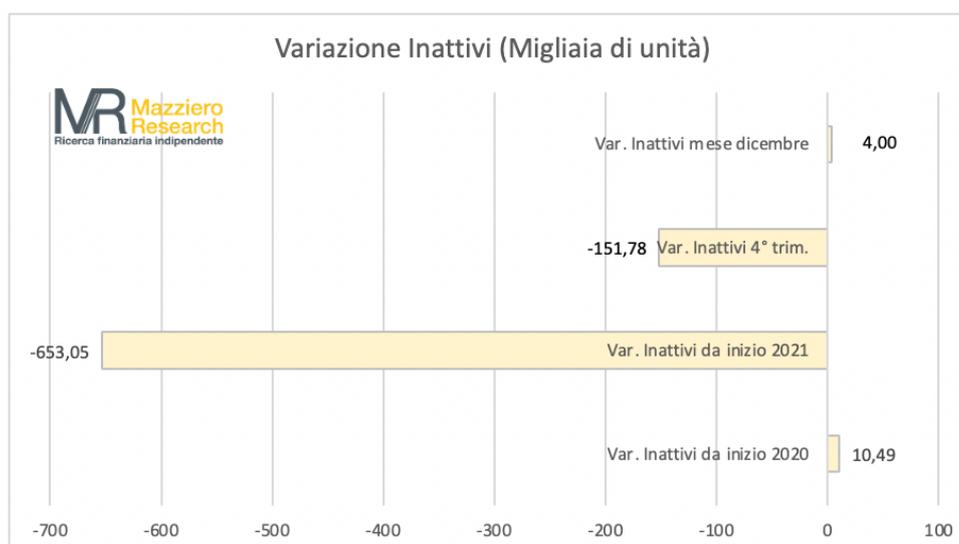
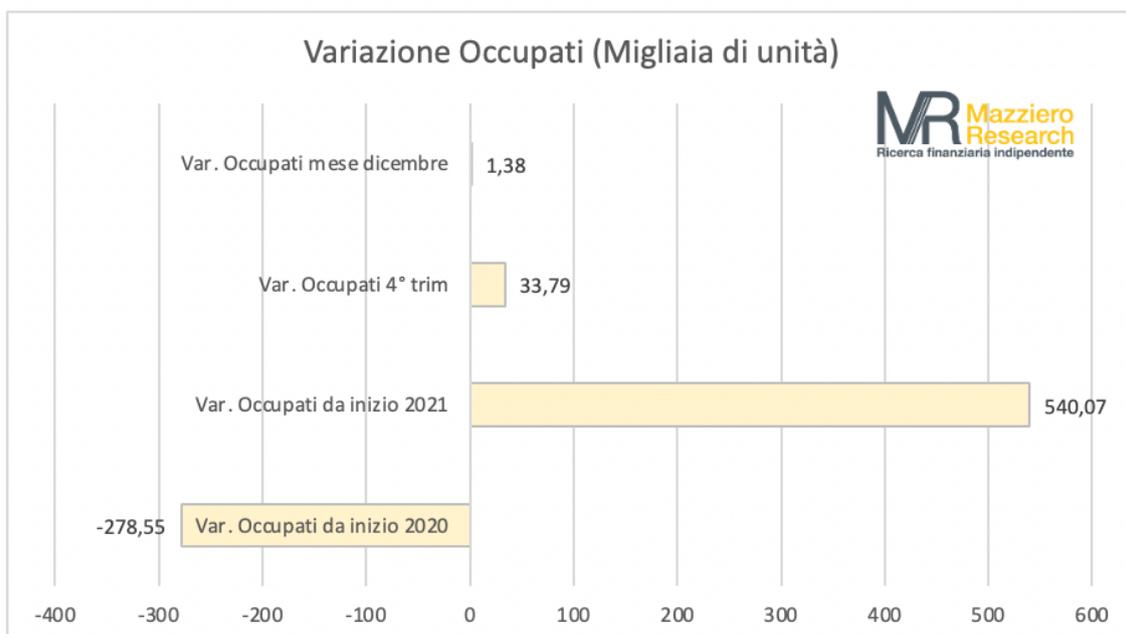


Figura 13: Inattivi variazioni su più finestre temporali  
(Elaborazione su dati Istat)

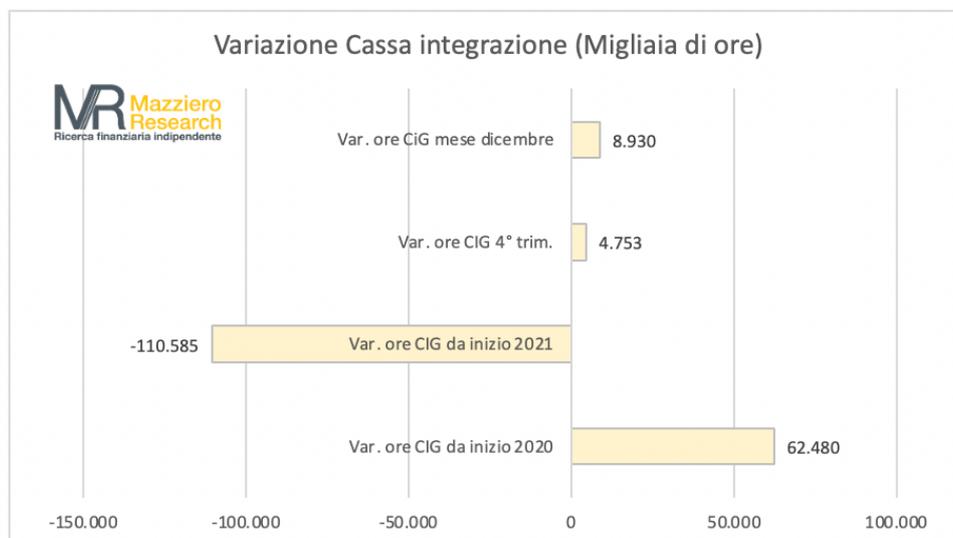


*Figura 14: Occupati variazioni su più finestre temporali  
(Elaborazione su dati Istat)*

Se osserviamo invece l'effettiva creazione di posti di lavoro troviamo qualche nota stonata (**Figura 14**): gli occupati a dicembre salgono solo di 1.380 unità, nel 4° trimestre poco meno di 34 mila unità e nel 2021 540 mila unità. Un risultato che su base annua sembrerebbe incoraggiare, ma se lo confrontiamo con gli occupati a inizio 2020 ci troviamo con 279 mila posti persi che non sono ancora stati riassorbiti.

Ne consegue che il recupero dei posti di lavoro prosegue ma a un ritmo troppo lento e di entità modesta.

Anche l'andamento delle ore di cassa integrazione (**Figura 15**) non soddisfa pienamente in quanto rileviamo una nuova tendenza crescente con 8,9 milioni di ore in più a dicembre rispetto al mese precedente e una crescita di 4,7 milioni nel 4° trimestre. È pur vero che le ore autorizzate a dicembre sono 110,6 milioni in meno di inizio 2021, ma restano ancora 62,5 milioni in più di inizio 2020.



*Figura 15: Cassa Integrazione variazioni su più finestre temporali  
(Elaborazione su dati INPS)*

## L'inflazione

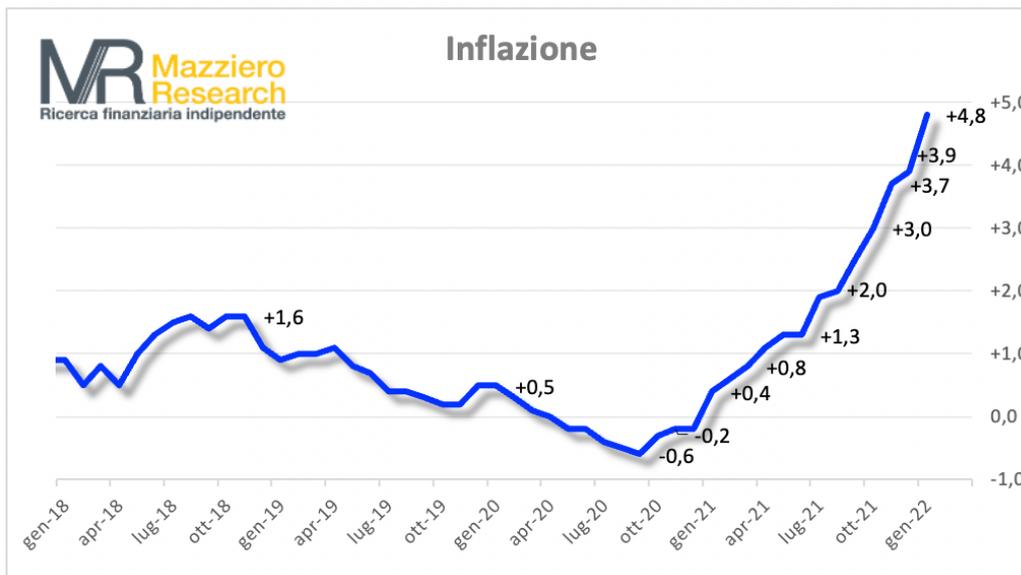


Figura 16: Valori di inflazione dell'indice NIC  
(Elaborazione su dati Istat)

### Inflazione ai massimi dal 1996

A gennaio l'inflazione misurata dall'indice NIC ha segnato il 4,8% (**Figura 16**), un livello impensabile fino a qualche mese fa e che non si vedeva dal 1996. L'inflazione acquisita è pari al 3,4%, che corrisponde alla variazione annua qualora in tutti i mesi da qui a fine anno si registrasse un'improbabile variazione dello zero per cento. Ciò significa che pur con un rallentamento dell'intensità di crescita dell'inflazione archiveremo un 2022 con una variazione consistente, che potrà pur favorire il rapporto debito/PIL ma creerà una perdita non trascurabile del potere di acquisto delle famiglie.

La **Figura 17** mostra un confronto del livello di inflazione in diversi Paesi, per l'Italia viene annotato anche il valore dell'indice HICP-IPCA che consente un raffronto omogeneo, mentre le frecce rosse indicano se l'ultimo dato è in crescita o diminuzione rispetto alla rilevazione del mese precedente. Fra tutti spicca il +7,5% degli Stati Uniti, mentre sorprende il +0,9% della Cina.

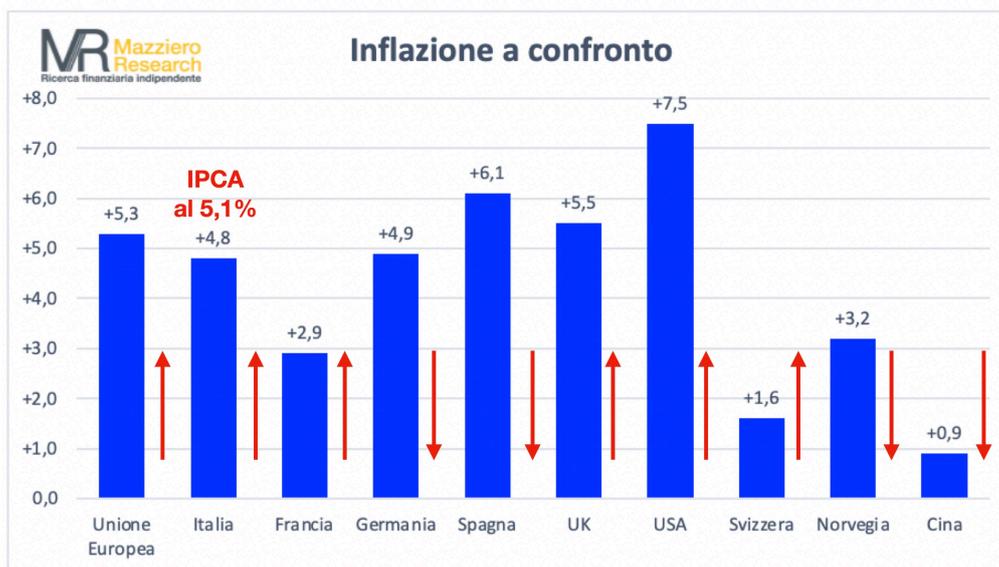


Figura 17: Confronto inflazione fra Paesi  
(Elaborazione su dati Istat)

# Approfondimenti

## *Carbon pricing*

(Il commento)  
di *Andrew Lawford, CFA*

Come nell'osservatorio precedente (vedi: Prima di tutto, una discussione onesta nel numero del 3° trimestre 2021), torniamo ad esaminare alcuni aspetti economici inerenti ai cambiamenti climatici e alla transizione energetica.

Gran parte degli economisti è d'accordo sul fatto che una tassa sulle emissioni (carbon tax) sarebbe un modo efficace per promuovere i comportamenti virtuosi tra i vari attori economici. Questo approccio si può distinguere dai meccanismi cap & trade già esistenti in Europa ed altre parti del mondo per il fatto che creano certezza per quanto riguarda il costo delle emissioni, ma lascia alla mano invisibile del mercato stabilire di quanto sarà la loro riduzione. Con il cap & trade, invece, si ha la situazione contraria, perché è molto chiaro quanto si devono ridurre le emissioni, mentre non è chiaro quanto costeranno le emissioni che superano il livello stabilito con il cap.

In passato, per molte società europee, il cap & trade si era trasformato in ricavi aggiuntivi per via del fatto che non consumavano i crediti che erano stati assegnati. Anche per questo, il “costo” delle emissioni era rimasto a livelli piuttosto compressi fino ai tempi più recenti. Forse gli obiettivi per le riduzioni erano troppo poco ambiziosi, ma non lo sono più dopo l'annuncio durante l'anno 2021 del progetto Fit for 55 da parte della Commissione Europea, che prevede l'obiettivo di ridurre le emissioni entro 2030 del 55% rispetto ai livelli del 1990 (l'obiettivo precedente era del 37,5%). Per dare un po' di contesto a

questo obiettivo, nel periodo 1990 - 2019, le emissioni UE sono state ridotte del 24%, in un periodo in cui l'economia è cresciuta del 60%.

Diciamo le cose come stanno: nel giro di 8 anni, l'Europa deve impegnarsi a ridurre più emissioni rispetto a quanto è riuscita a fare nei 30 anni precedenti. Se non è ambizione questa! Il progetto Fit for 55 dovrà inserirsi in una realtà politica che certamente non potrà prevedere la riduzione dei consumi. A prova di ciò, basti pensare a quanti politici si sono dichiarati favorevoli all'attuale aumento dei prezzi dell'energia perché ciò favorirà una riduzione dei consumi e quindi delle emissioni. Quando l'ambiente incontra il bisogno del consenso elettorale, è chiaro che l'ambiente arriva al secondo posto.

Ma torniamo alla carbon tax, non che questa sia una proposta seriamente sul tavolo in Europa (che continuerà a sviluppare il suo ETS - Emissions Trading System) o nel mondo, ma è emblematica dei problemi che possiamo incontrare mentre combattiamo i cambiamenti climatici. In un recente colloquio<sup>1</sup>, Austan Goolsbee, professore di Economia presso l'Università di Chicago e già capo del Council of Economic Advisers nell'amministrazione del Presidente Obama ha commentato i problemi associati alla carbon tax. È favorevole, a livello teorico, a questo genere di imposta, perché aumenta il gettito e penalizza le azioni che fanno male al pianeta, ma cita diverse considerazioni pratiche che la renderanno di difficile applicazione:

- Con più di 200 nazioni al mondo, bisogna domandarsi se tutte adopereranno il meccanismo - e se avranno sistemi adeguati per misurare in maniera uniforme le emissioni;
- Se la carbon tax è implementata solamente da alcune nazioni, la situazione diventa simile a quella dello stato del Vermont negli USA: quello stato ha delle regole molto stringenti per quanto riguardano le emissioni, ma questo ha l'effetto semplicemente di spostare le attività inquinanti in altri posti e nulla fa per combattere il problema globale;

---

<sup>1</sup> People I Mostly Admire (podcast), [Episode 61: Was Austan Goolsbee's First Visit to the Oval Office Almost His Last?](https://freakonomics.com/podcast/was-austan-goolsbees-first-visit-to-the-oval-office-almost-his-last/) – Link: <https://freakonomics.com/podcast/was-austan-goolsbees-first-visit-to-the-oval-office-almost-his-last/>

- Quindi, se, come sembra probabile, una carbon tax potrà essere implementata in alcune zone del mondo e non in altre, bisogna pensare a come forzare la *compliance* alle nazioni che non vi aderiscono. La proposta principale in questo senso (e che sembra essere la direzione in cui andrà l'UE con i suoi meccanismi per ridurre le emissioni) è di applicare dei dazi basati sulle emissioni contenute nei beni importati. Goolsbee fa un paio di considerazioni al riguardo:
  - La maggior parte dell'attività economica è a livello domestico, quindi gran parte delle emissioni prodotte dai paesi poco virtuosi non verrà colpita;
  - Il passo è veramente breve da applicare dazi sulle emissioni ad applicare dazi su altre cose - cita l'esempio dei diritti umani - siccome alcuni esportatori violano i diritti umani, magari bisogna applicare dei dazi che riconoscono questo fatto. Quando inizi ad imporre i tuoi criteri di vita su altre nazioni, chi può dire dove l'intervento si debba fermare?

In fondo, dobbiamo anche chiederci, mentre ci vantiamo in Europa di aver ridotto le emissioni del 24% rispetto ai livelli di 1990: quante di queste emissioni sono state semplicemente spostate in altre parti del mondo? Se smetto di produrre l'acciaio nell'UE, ma continuo a consumarlo, avrò probabilmente ridotto le mie emissioni, ma la mia azione è davvero così virtuosa? Nel periodo 1990 - 2019, ad esempio, la produzione di acciaio nell'UE è calata del 20%, mentre i consumi finali (compresi i beni finali importati) probabilmente sono aumentati considerando l'espansione economica complessiva. Il rischio è che questi progetti regionali, per quanto ben intenzionati, possano avere l'effetto di spostare l'attività economica altrove, lasciando le nostre economie a dover stendere una rete di welfare sempre più fitta per compensare coloro che ne subiscono gli effetti.

La domanda finale deve essere se riusciremo a mantenere il benessere a cui siamo abituati in Europa. Nell'attuale epoca dei soldi facili e i debiti senza freno, non sembra che ci siano problemi, ma non c'è una regola divina che obbliga il resto del mondo a finanziare il nostro stile di vita. Faremmo bene a ricordarcelo mentre proseguiamo più o meno soli verso l'obiettivo della decarbonisation.

# Quattro mosse necessarie per salvare l'economia e l'UE

(Note economiche)  
di Gabriele Serafini

## Sommario.

*A cavallo fra gli anni Settanta e Ottanta del secolo scorso, l'aumento del prezzo del greggio, e la conseguente inflazione, non determinarono una recessione pluriennale e neppure una riduzione dei redditi reali dei lavoratori. Oggi, l'aumento del costo delle materie prime e la traslazione a valle di questo costo sui prezzi dell'energia, sta determinando una contrazione della produzione (lato della offerta) e dei redditi reali dei lavoratori (lato della domanda) che potrebbero durare per la differente struttura del sistema produttivo. Di fronte a questa nuova situazione, ci sono due azioni della BCE da scongiurare e due azioni che gli Stati europei dovrebbero realizzare. La BCE non dovrebbe innalzare i tassi d'interesse per combattere l'inflazione e non dovrebbe ridurre l'acquisto di titoli del debito pubblico nazionale sul mercato per non peggiorare i saldi di finanza pubblica. Gli Stati europei dovrebbero concordare un aumento degli strumenti di politica monetaria a disposizione della BCE, e gestire su base nazionale l'extra-debito pandemico per evitare effetti distorsivi sulla politica fiscale nazionale. Nell'articolo chiariamo le differenze con quanto accaduto nelle precedenti crisi energetiche e soprattutto documentiamo le ragioni a sostegno delle azioni economiche da realizzare, per evitare che la crisi incombente faccia sfumare le tensioni verso lo sviluppo necessario del sistema economico.*

## 1. Introduzione.

I timori per il perdurare dell'inflazione e dei suoi riflessi sulla produzione dovrebbero confrontarsi con quanto accaduto nel passato, col fine di evitare provvedimenti controproducenti e ipotizzare azioni di sviluppo. Come vedremo nelle prossime pagine, riteniamo che il nostro sistema produttivo possa mostrare un'adequata risposta alla sfida energetica, solo a condizione che, una volta compresa la sua struttura, siano evitati interventi di politica monetaria che rischiano di aumentare il costo del Debito pubblico e deleghino la sua gestione a un Ente terzo rispetto allo Stato italiano, col rischio di frantumare l'Unione Europea e aumentare i rischi d'insuccesso delle politiche economiche di ciascun Stato membro.

## 2. La differente struttura del sistema economico.

A cavallo fra gli anni Settanta e Ottanta del secolo scorso, le due crisi petrolifere del 1973 e del 1979 innescarono una riduzione dell'offerta di greggio, e un conseguente aumento del suo prezzo. Questo causò una traslazione del costo dell'energia sui prezzi al dettaglio delle merci, per via del potere delle imprese sul mercato dei prodotti, in grado di spostare sui consumatori finali l'incremento dei costi di produzione. Ciò accadde perché il sistema economico, nel quale siamo tutt'ora immersi, presentava una organizzazione di tipo oligopolistico collusivo, per la quale le imprese possono più facilmente riversare sui propri clienti i costi aumentati, rispetto a quanto non si facciano reciprocamente concorrenza. In un mercato concorrenziale, un tale effetto non sarebbe possibile, perché un incremento dei costi non potrebbe essere facilmente scaricato sui consumatori, senza il rischio che vi siano dei concorrenti pronti ad accaparrarsi le loro quote di mercato praticando prezzi al consumo più bassi. Il sistema oligopolistico collusivo non ebbe però conseguenze negative perché, a questa struttura dal lato dell'offerta, corrispose un'analoga situazione sul mercato del lavoro, per la quale i lavoratori ebbero il potere di ottenere un aumento dei salari<sup>1</sup> in grado di contrastare l'incremento dei prezzi delle merci, col risultato che, nonostante vari contraccolpi sul sistema produttivo, l'aumento dei costi dell'energia creò un aumento del livello generale dei prezzi senza comprimere la produzione e i consumi della popolazione (vedi Tabelle 1 e 2).

Tabella 1. Valore Aggiunto, Inflazione, Consumi (Prezzi 2010)

Anni	Valore Aggiunto	Variazione	Consumi Pubblici	Variazione	Consumi Privati	Variazione	Consumi Totali	Variazione	Inflazione
1970	€ 659.565,01	4,31%	€ 433.380,25	4,63%	€ 136.634,28	8,90%	€ 571.531,12	8,06%	5,08%
1971	€ 669.958,61	1,58%	€ 448.545,21	3,50%	€ 143.458,03	4,99%	€ 593.267,23	3,80%	5,00%
1972	€ 692.433,96	3,35%	€ 462.141,47	3,03%	€ 151.745,80	5,78%	€ 614.791,08	3,63%	5,62%
1973	€ 739.283,71	6,77%	€ 487.500,95	5,49%	€ 157.038,21	3,49%	€ 645.790,76	5,04%	10,37%
1974	€ 779.501,42	5,44%	€ 501.103,37	2,79%	€ 162.841,09	3,70%	€ 665.069,48	2,99%	19,44%
1975	€ 760.955,59	-2,38%	€ 500.880,47	-0,04%	€ 169.864,28	4,31%	€ 670.838,41	0,87%	17,17%
1976	€ 811.429,54	6,63%	€ 521.580,98	4,13%	€ 178.209,05	4,91%	€ 699.661,49	4,30%	16,52%
1977	€ 830.430,02	2,34%	€ 535.225,14	2,62%	€ 185.171,04	3,91%	€ 719.836,72	2,88%	18,10%
1978	€ 854.769,80	2,93%	€ 547.981,94	2,38%	€ 193.557,80	4,53%	€ 740.260,82	2,84%	12,45%
1979	€ 903.571,14	5,71%	€ 583.668,74	6,51%	€ 198.070,96	2,33%	€ 781.624,89	5,59%	15,74%
1980	€ 933.776,96	3,34%	€ 617.292,94	5,76%	€ 204.163,86	3,08%	€ 822.046,85	5,17%	21,14%
1981	€ 938.737,50	0,53%	€ 625.991,36	1,41%	€ 211.779,21	3,73%	€ 837.791,05	1,92%	18,70%
1982	€ 940.756,16	0,22%	€ 631.176,55	0,83%	€ 218.580,69	3,21%	€ 849.348,97	1,38%	16,34%
1983	€ 950.026,53	0,99%	€ 629.366,80	-0,29%	€ 227.354,81	4,01%	€ 855.362,64	0,71%	14,99%
1984	€ 979.305,35	3,08%	€ 647.210,91	2,84%	€ 232.089,81	2,08%	€ 878.086,93	2,66%	10,58%
1985	€ 1.005.469,58	2,67%	€ 665.382,92	2,81%	€ 239.415,28	3,16%	€ 903.461,64	2,89%	8,60%

Fonte: Nostre elaborazioni su Serie Storiche ISTAT; <https://seriestoriche.istat.it/>; <http://rivaluta.istat.it/Rivaluta/>

<sup>1</sup> La cosiddetta "scala mobile", che prevedeva un adeguamento dei salari successivo all'inflazione sopportata, rimase in vigore in Italia dal 1951 fino al 31 luglio 1992, quando Governo e sindacati dei lavoratori e delle imprese decisero di abolire tale sistema. Ad oggi, come noto, si prevedono ancora dei sistemi di adeguamento dei salari al crescere dei prezzi ma articolati secondo modalità settoriali e contrattuali, senza collegamenti automatici di rilievo fra prezzi e salari.

Tabella 2. Variazioni dell'indice delle retribuzioni contrattuali

Anni	Operai				Impiegati			
	Industria	Agricoltura	Commercio	Trasporti	Industria	Commercio	Trasporti	Pubblici
1970	0,5%	0,1%	0,3%	0,5%	0,5%	0,3%	0,6%	0,1%
1971	0,3%	0,7%	0,3%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	0,5%
1972	0,4%	0,5%	0,4%	0,3%	0,4%	0,5%	0,3%	0,1%
1973	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	1,1%	0,8%	0,8%	1,2%
1974	1,0%	1,3%	1,1%	1,5%	1,0%	1,1%	1,6%	0,2%
1975	1,5%	1,9%	1,6%	1,2%	1,6%	1,7%	0,9%	0,5%
1976	1,5%	1,9%	1,1%	1,8%	1,6%	1,2%	1,6%	1,1%
1977	2,3%	3,0%	2,7%	2,7%	2,3%	2,4%	2,3%	1,6%
1978	1,9%	2,2%	1,6%	2,1%	1,7%	1,6%	1,8%	1,3%
1979	2,4%	2,9%	2,3%	3,3%	2,3%	2,1%	3,2%	2,2%
1980	3,4%	4,0%	3,5%	4,2%	3,1%	3,1%	3,6%	3,5%
1981	4,4%	4,6%	3,9%	5,4%	3,8%	3,8%	5,1%	5,1%
1982	4,1%	4,5%	4,0%	5,2%	3,3%	2,8%	4,6%	4,2%
1983	4,0%	5,5%	4,4%	3,9%	3,5%	4,4%	3,3%	3,9%
1984	3,6%	4,0%	3,4%	3,2%	3,4%	3,1%	3,0%	4,3%
1985	3,8%	4,8%	3,9%	3,6%	3,6%	3,9%	3,3%	3,1%

Fonte: Nostre elaborazioni su Serie Storiche ISTAT del Mercato del Lavoro; <https://seriestoriche.istat.it/>

Ad oggi ci troviamo in una situazione analoga, solo in merito all'aumento del costo dell'energia, che si è già in parte riverberato sui prezzi delle merci. Come documentato dall'ISTAT<sup>2</sup> e dal Centro Studi Confindustria<sup>3</sup>, fra dicembre 2021 e gennaio 2022 si è assistito ad una crescita notevole dei prezzi dell'energia e ad una crescita del livello generale dei prezzi al consumo. Si è però assistito a una diminuzione della produzione industriale e degli indicatori del clima di fiducia di imprese e consumatori (vedi Tabella 3).

Tabella 3. Variazione di prezzi, produzione e fiducia

	Dicembre 2021	Gennaio 2022
Inflazione (NIC)	3,8%	4,8%
Prezzi Energia	29,1%	38,6%
Produzione Industriale	-0,7%	-1,3%
Indice Fiducia Imprese	112,7	105,4
Indice Fiducia Consumatori	117,7	114,2

Fonte: Nostre elaborazioni su dati ISTAT e Confindustria

Questi primi segnali degli effetti del rincaro dei prezzi dell'energia rivelano, in effetti, una struttura generale del sistema produttivo differente rispetto a quella passata, per almeno due elementi fondamentali.

Innanzitutto, mentre nel caso delle crisi petrolifere passate vi era una soggezione generale di tutti i Paesi all'energia derivata dal petrolio, ad oggi il cosiddetto "Energy mix" varia molto fra i vari Stati membri della UE.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> [https://www.istat.it/it/files//2022/02/CS\\_Prezzi-al-consumo\\_Prov\\_Gennaio2022.pdf](https://www.istat.it/it/files//2022/02/CS_Prezzi-al-consumo_Prov_Gennaio2022.pdf;);  
<https://www.istat.it/it/archivio/265776>

<sup>3</sup> <https://www.confindustria.it/home/centro-studi/temi-di-ricerca/congiuntura-e-previsioni/tutti/dettaglio/indagine-rapida-produzione-industriale-Italia-gennaio-2022>

<sup>4</sup> <https://ec.europa.eu/eurostat/cache/infographs/energy/bloc-2a.html>

Tabella 4. Energy Mix 2019

Paesi-UE	Gas Naturale	Petrolio	Nucleare	Fossili	Rinnovabili
Italia	38,6%	35,9%	0,0%	4,8%	18,7%
Francia	14,8%	31,2%	41,1%	3,6%	11,2%
Germania	24,4%	36,0%	6,2%	19,6%	14,6%
Spagna	23,1%	47,2%	11,4%	4,2%	13,7%
Olanda	36,7%	47,4%	1,0%	8,3%	6,3%
Irlanda	30,2%	50,1%	0,0%	8,6%	10,8%
Grecia	17,2%	54,9%	0,0%	12,4%	12,2%
Svezia	1,9%	24,3%	31,4%	5,4%	41,4%
UE	22,3%	36,3%	13,1%	12,7%	15,5%

Fonte: Nostre elaborazioni su dati Eurostat.

Come possiamo vedere dalla Tabella 4,<sup>5</sup> secondo gli ultimi dati di raffronto disponibili, relativi al 2019, l'Italia è la nazione che impiega la percentuale maggiore di gas naturale, come fonte energetica, rispetto a tutti gli altri Paesi membri della UE, con una dipendenza per poco meno del 40%, contro una media UE del 22% circa. La Francia, invece, trae la propria energia dal nucleare per il 41%, la Svezia per il 31% e la maggior parte dei Paesi UE, fra i quali l'Italia, non impiega affatto questa fonte. Situazioni diversificate valgono anche per le altre fonti energetiche e ciò implica che, in questa occasione, non vi potranno essere effetti economici simili su tutti i Paesi UE. Da ciò deriva, inoltre, che, sarà difficile ipotizzare una comune azione europea in materia d'energia e che le risposte di politica fiscale nazionale dovranno coniugarsi con le variegate situazioni produttive e le relative differenti esigenze di politica monetaria, tutte da realizzare con un'unica Banca Centrale Europea (BCE).

Il secondo elemento di differenza rispetto al periodo delle crisi petrolifere, riguarda la struttura del mercato del lavoro, sia dal punto di vista normativo che di determinazione della retribuzione. Ad oggi, vi è una maggiore diversificazione delle tipologie contrattuali di lavoro,<sup>6</sup> che complica il quadro e quindi la gestione degli effetti dei costi sulla produzione. Ad esempio, i decreti attuativi della Legge n. 196 del 1997 hanno abrogato il divieto di lavoro temporaneo (cosiddetto lavoro interinale); nel 2012 la Legge n. 92 aveva previsto una attenuazione della tutela dei lavoratori in caso di licenziamento illegittimo, dichiarata a sua volta illegittima dalla Corte Costituzionale nel 2021. Nel frattempo, tuttavia, il Decreto Legislativo n. 23 del 2015 ha modificato la natura stessa del contratto a tempo indeterminato introducendo il contratto a tutele crescenti e lasciando applicabile la tutela indicata dalla Corte Costituzionale solo a chi sia stato assunto prima dell'entrata in vigore della norma del 2015. Pertanto, anche se la tipologia di rapporto di lavoro comune rimane il contratto a tempo indeterminato, le tipologie di contratti del lavoro subordinato (o dipendente) attualmente in vigore sono molteplici:<sup>7</sup> Contratto a tempo indeterminato; Contratto a tempo determinato; Lavoro part-time; Contratto di apprendistato; Contratto di lavoro intermittente;

<sup>5</sup> La somma delle percentuali per Paese fornisce un importo differente dal 100%, ma questi sono i dati pubblicati da Eurostat.

<sup>6</sup> <https://www.cliclavoro.gov.it/NormeContratti/Contratti/Pagine/default.aspx>

<sup>7</sup> <https://www.adecco.it/servizi-per-le-aziende/somministrazione-di-lavoro/contratti-di-lavoro>

Contratto di somministrazione. Ciascuna con discipline diversificate al proprio interno. Secondo i dati ISTAT<sup>8</sup> a fine 2021, su un totale di poco meno di 23 milioni di occupati, i lavoratori dipendenti sono poco meno di 18 milioni, di cui circa il 18% è a tempo parziale, e il 65% di questi (circa 2 milioni di occupati) ha un contratto part-time involontario,<sup>9</sup> ossia vorrebbe averlo a tempo pieno. In merito al meccanismo di determinazione della retribuzione nominale e reale, invece, l'assenza di un adeguamento automatico delle retribuzioni al rincaro delle merci, da un lato limiterà, verosimilmente, il propagarsi dell'inflazione dal lato del costo del lavoro, ma dall'altro impedirà una tenuta dei redditi reali, riducendo la saldezza del sistema produttivo complessivo, proprio per la riduzione delle prospettive di vendita delle merci.

Riteniamo, quindi, che per la combinazione di questi effetti strutturali, nei prossimi mesi si potrà assistere, in Italia, a una riduzione dell'inflazione che, a esaurimento della spinta energetica non sarà a sua volta alimentato da ulteriori rincari. Essa avrà tuttavia prodotto uno "scalino" nei prezzi, ossia un aumento del livello generale dei prezzi delle merci, vendute da chi avrà avuto in questo periodo il maggior potere di mercato. Questo fatto dovrebbe risultare, quindi, in una contrazione dei salari reali e in una variazione dei prezzi relativi delle merci, con una perdita netta per alcune categorie e un guadagno netto per altre. La tendenza che ci attendiamo, in assenza d'interventi correttivi, sarà pertanto verso una ristrutturazione del sistema produttivo che modificherà le tipologie merceologiche prodotte, in funzione della variazione dei poteri d'acquisto relativi, dovuta all'aumento delle disuguaglianze.

Di fronte a questa concatenazione di eventi, alcuni dei quali già accaduti, e altri per ora stimati, riteniamo ci siano almeno due azioni della BCE da scongiurare e due azioni che gli Stati europei dovrebbero realizzare.

### 3. Le due azioni della BCE da scongiurare.

La BCE non dovrebbe determinare un rialzo dei tassi di interesse e non dovrebbe ridurre l'acquisto di titoli del debito pubblico nazionale sul mercato. In merito al secondo punto, la BCE ha già stabilito di concludere entro marzo 2022 il Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP),<sup>10</sup> ritenendo evidentemente che le emissioni straordinarie di Debito pubblico non continueranno. Non dobbiamo tuttavia dimenticare che gli interessi sul Debito pubblico incassati dalla BCE sono da questa retrocessi in massima parte agli Stati nazionali e quindi riducono il cosiddetto servizio del debito, ossia il costo netto per gli interessi passivi. Inoltre, ancorché vi siano in Italia problemi di efficienza di molti servizi pubblici, la spesa pubblica serve a finanziare i servizi

---

<sup>8</sup> [http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCCV\\_OCCUPATIMENS1](http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCCV_OCCUPATIMENS1)

<sup>9</sup> <http://dati.istat.it/Index.aspx?QueryId=42799>

<sup>10</sup>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2022/html/ecb.is220203~ca7001deco.it.html>

erogati e, ormai da trent'anni, fatta eccezione per il 2009 e, ovviamente il 2020 e presumibilmente il 2021, lo Stato italiano spende di meno di quanto incassa, conseguendo un cosiddetto Avanzo primario, mentre proprio la corresponsione degli interessi a coloro i quali acquistano Titoli di Stato costituisce la voce di spesa che determina un deficit nelle finanze dello Stato (vedi Tabella 5).

Tabella 5. Avanzo primario e spesa per interessi sul Debito pubblico

	1992	1993	1994	1995	1996
Saldo Primario	14.774,18 €	21.554,41 €	19.748,87 €	38.480,00 €	46.342,00 €
Interessi passivi	98.306,05 €	104.889,71 €	99.576,06 €	109.735,00 €	115.523,00 €
Deficit	-83.531,87 €	-83.335,31 €	-79.827,19 €	-71.255,00 €	-69.181,00 €
	1997	1998	1999	2000	2001
	67.246,00 €	55.247,00 €	54.030,00 €	45.811,00 €	37.409,00 €
	99.816,00 €	89.279,00 €	74.863,00 €	75.897,00 €	79.015,00 €
	-32.570,00 €	-34.032,00 €	-20.833,00 €	-30.086,00 €	-41.606,00 €
	2002	2003	2004	2005	2006
Saldo Primario	34.617,00 €	24.217,00 €	16.227,00 €	6.243,00 €	12.726,00 €
Interessi passivi	73.360,00 €	69.093,00 €	66.751,00 €	67.221,00 €	68.880,00 €
Deficit	-38.743,00 €	-44.876,00 €	-50.524,00 €	-60.978,00 €	-56.154,00 €
	2007	2008	2009	2010	2011
	55.028,00 €	38.447,00 €	-11.240,00 €	612,00 €	17.417,00 €
	76.671,00 €	80.436,00 €	69.532,00 €	68.926,00 €	76.657,00 €
	-21.643,00 €	-41.989,00 €	-80.772,00 €	-68.314,00 €	-59.240,00 €
	2012	2013	2014	2015	2016
Saldo Primario	35.990,00 €	31.855,00 €	26.460,00 €	25.845,00 €	25.378,95 €
Interessi passivi	83.834,00 €	77.887,00 €	74.540,00 €	68.093,00 €	66.388,00 €
Deficit	-47.844,00 €	-46.032,00 €	-48.080,00 €	-42.248,00 €	-41.009,05 €
	2017	2018	2019	2020*	
	23.249,88 €	26.122,05 €	31.736,00 €	-119.605,00 €	
	65.457,00 €	64.415,47 €	60.386,00 €	58.410,00 €	
	-42.207,12 €	-38.293,42 €	-28.650,00 €	-178.015,00 €	

Fonte: Nostre elaborazioni su Serie Storiche Banca d'Italia

La sommatoria dei deficit cumulati a prezzi correnti dallo Stato italiano, dal 1992 fino a prima della pandemia iniziata nel 2020, ossia fino al 2019 compreso, è pari a 1.403.854 milioni di euro. Questo, nonostante abbia conseguito Saldi primari cumulati, nello stesso periodo, per 821.573 milioni di euro e, quindi, per effetto degli Interessi passivi corrisposti agli investitori per 2.225.427 milioni di euro.

Una previsione di limitazione degli acquisti di Titoli di Stato, incidendo anche sulla spesa netta per interessi sul Debito pubblico, quindi, deve costituire un punto di attenzione perché incide in vari modi sulla politica fiscale nazionale, mostrando, anche per questa via, quanto sia ridotta l'indipendenza fra la politica monetaria europea e la politica fiscale nazionale.

In relazione al primo punto, invece, la decisione della BCE di variare il livello dei tassi di interesse non sembra imminente.<sup>11</sup> La Banca Centrale Europea non ritiene, infatti, che ci siano timori di una spinta ulteriore all'innalzamento del livello generale dei prezzi, che a gennaio 2022, a livello europeo, è stato pari al

<sup>11</sup> Idem

5,1% annuo.<sup>12</sup> Come sappiamo, un’inflazione “inferiore ma vicina al 2%” annuo costituisce uno degli obiettivi della politica monetaria di questa istituzione ed è bene quindi sottolineare che le osservazioni della BCE sono concentrate sul valore dell’inflazione, non del livello generale dei prezzi. Le attese non contemplano cioè una diminuzione dei prezzi delle merci ma una riduzione del loro aumento ulteriore. Tuttavia, il rialzo già occorso nei tassi di interesse di mercato non ha ridotto i prestiti alle imprese e alle famiglie e ciò potrebbe costituire un incentivo a un rialzo futuro, anche se non immediato, dei saggi di interesse. L’effetto di trasmissione di un innalzamento dei saggi d’interesse ha quindi avuto, sino ad ora, un effetto contenuto sul mondo produttivo, e, pur ritenendo anche noi, che potrebbe essere contenuto anche nel futuro prossimo, esso provocherebbe invece un peggioramento dei saldi di finanza pubblica di ciascun Paese europeo, per effetto del rincaro del costo del servizio del debito. A tal proposito, è necessario sottolineare, di nuovo, le grandi differenze dell’ammontare di Debito pubblico, rispetto al PIL, esistenti in ogni Stato UE (vedi Tabella 6).

Tabella 6. Rapporto Debito/PIL e Term-to-Maturity

Paesi-UE	2016	2017	2018	2019	2020	TtM 2020
Italia	134,80	134,20	134,40	134,30	155,60	7,00
Francia	98,00	98,10	97,80	97,50	115,00	8,20
Germania	69,00	64,70	61,30	58,90	68,70	6,70
Spagna	99,20	98,60	97,50	95,50	120,00	7,70
Olanda	61,90	56,90	52,40	48,50	54,30	8,20
Irlanda	74,30	67,80	63,10	57,20	58,40	9,90
Grecia	180,50	179,50	186,40	180,70	206,30	10,70
Svezia	42,30	40,70	38,90	34,90	39,70	4,80
UE	83,90	81,30	79,30	77,20	90,10	-

Fonte: Nostre elaborazioni su dati Eurostat e OCSE.

Tali differenze rilevano in relazione all’aumento dei tassi di interesse di mercato, come detto, perché incidono immediatamente, e in ogni anno, sulla parte di debito pubblico che deve essere collocata; ossia sul nuovo debito pubblico da emettere. Come possiamo vedere dall’ultima colonna della Tabella 6, la durata media finanziaria (Term to Maturity) dei vari debiti pubblici degli Stati europei,<sup>13</sup> eccede i 6 anni (tranne per la Svezia) e quella del Debito pubblico italiano era di 7 anni nel 2020, mentre è attualmente pari a 7,11 anni.<sup>14</sup> Questo significa che il rimborso totale del debito pubblico italiano avverrà in un arco di tempo superiore a 7 anni e quindi che, in caso di aumento dei tassi di interesse di mercato, l’incremento degli interessi passivi da corrispondere graverà immediatamente solo sulla parte del debito in emissione. Come si può vedere dalla successiva Tabella 7, tuttavia, l’ammontare di nuova emissione stabilito in Italia per il 2022, è di circa 357 miliardi di euro, e quindi, in una ipotesi di innalzamento dei saggi di interesse

<sup>12</sup> Idem

<sup>13</sup> <https://www.oecd.org/daf/fin/public-debt/oecdsovereignborrowingoutlook.htm>

<sup>14</sup> [http://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/](http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/)

pari all'1%, ad esempio, l'impatto negativo sui conti pubblici potrebbe aggirarsi attorno ai 3,5 miliardi di euro per il primo anno, con effetto cumulato sugli anni successivi, in funzione delle ulteriori scadenze ed emissioni di nuovi titoli.

Tabella 7. Emissioni 2022 e  $\Delta$ tassi +1%

Titoli (Mln €)	Emissioni nel 2022	Quote	Aumento interessi
BOT	112.955	32%	1.130
BTP	173.695	49%	1.737
<b>Totali</b>	<b>357.168</b>	<b>100%</b>	<b>3.572</b>

*Nostre elaborazioni su Emissioni programmate da Banca d'Italia*

Questi importi sono da considerare per tutta l'Europa, quando si paventano rischi di crescita dell'inflazione e quindi di interventi sui tassi di interesse da parte della BCE.

Proprio in relazione agli effetti di queste due grandezze, bisogna infatti riflettere sul fatto che, se dal lato dei redditi dei lavoratori e della distribuzione dei redditi, come detto, l'innalzamento dei saggi di interesse e dell'inflazione impattano negativamente, l'impatto di un incremento dei saggi d'interesse sul Debito pubblico è negativo, mentre quello dell'inflazione tende a ridurre il rapporto fra Debito pubblico e PIL. La crescita dei prezzi di mercato non ha effetti sul Debito pubblico ma fa aumentare il PIL valutato ai prezzi correnti, riducendo il loro rapporto e migliorando, per questo, la sostenibilità del Debito pubblico nel breve termine (oltre che del deficit annuale). In attesa dei dati definitivi del PIL a prezzi correnti per il 2021, è sufficiente considerare, come esempio, che fra il 2018 e il 2019 il rapporto Debito/PIL è diminuito dello 0,12%, nonostante la crescita del Debito pubblico, dell'1,22%, sia stata superiore alla crescita del PIL reale dello stesso periodo (+0,34%), proprio perché il PIL a prezzi correnti, ossia al lordo dell'inflazione, è invece cresciuto dell'1,34%, ossia dello 0,12% in più rispetto al Debito pubblico (vedi Tabella 8).

Tabella 8. Rapporto Debito/PIL

Italia	2018	2019	Variazione
Pil (prezzi rif. 2015)	1.720.827	1.726.724	0,34%
Pil (prezzi correnti)	1.766.168	1.789.747	1,34%
Debito pubblico	2.380.982	2.409.942	1,22%
Debito/PIL	1,348	1,347	-0,12%

*Fonte: Nostre elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia*

Questo ulteriore elemento finanziario per la valutazione della sostenibilità dei saldi di finanza pubblica, in funzione dei tassi di interesse e dell'inflazione, deve essere considerato nelle riflessioni in merito alle possibilità che non si continui sulla strada della riduzione del finanziamento dei servizi pubblici, che abbiamo visto essere perseguita da almeno un trentennio, senza escludere ovviamente un lavoro maggiore per un loro costante miglioramento. Riteniamo del resto incoerente pensare di migliorare l'offerta dei servizi sanitari, scolastici, universitari, di ricerca, pensionistici, ecc., ignorando le condizioni che determinano le possibilità di finanziamento di quei settori.

Per tali motivi, riteniamo che la BCE non dovrebbe considerare un innalzamento dei tassi d'interesse per ridurre l'inflazione, mentre non dovrebbe limitare le proprie possibilità di azione sui mercati finanziari, per la regolazione degli acquisti dei Titoli di Stato sul mercato, sia per gli effetti sugli stessi tassi praticati ai soggetti privati, che per l'impatto sui saldi di finanza pubblica.

#### 4. Le due azioni che gli Stati europei dovrebbero realizzare.

In relazione alle azioni che gli Stati europei dovrebbero intraprendere, invece, riteniamo che sarebbe necessario avere due obiettivi minimi. Da un lato, riattivare la possibilità per la banca centrale di accedere alle aste primarie dei Titoli di Stato e di finanziare la politica fiscale e, dall'altro, introdurre una regola di contabilizzazione e gestione separata su base nazionale, dell'extra-debito pandemico.

In merito al primo obiettivo, da circa quarant'anni l'assetto istituzionale, concordato per la UE, ha stabilito di rinunciare a uno strumento tipico delle banche centrali, illudendosi di poter così attuare il principio dell'indipendenza della politica monetaria rispetto a quella fiscale, confondendo lo strumento con l'obiettivo. L'evoluzione storica dei sistemi economici fino alla crisi attuale, come abbiamo anche parzialmente visto nel paragrafo precedente, esclude chiaramente che la politica monetaria e quella fiscale possano essere indipendenti, anche se non esclude che possano essere indipendenti i decisori delle rispettive politiche. L'anima del principio d'indipendenza, infatti, non è costituito dalla indipendenza delle politiche attuate quanto dalla indipendenza di coloro i quali le decidono. Sottolineando proprio questo aspetto, centrale nei rapporti fra gli Stati membri e le istituzioni europee, riteniamo anzi necessario differenziare le politiche rispetto ai decisori, e quindi la reciproca influenza delle politiche economiche rispetto all'indipendenza delle istituzioni che le determinano. Sulla base di questo aspetto, non riteniamo che la stessa UE debba e possa ancora rinunciare a tutti gli strumenti teoricamente impiegabili, dai vari decisori indipendenti, per realizzare il massimo livello di crescita e sviluppo produttivo. Come abbiamo sottolineato anche in altri interventi su questo Osservatorio, uno degli strumenti lasciato nel dimenticatoio, è costituito dalla possibilità di finanziamento della spesa pubblica.<sup>15</sup> La politica monetaria espansiva attuata tramite il Quantitative Easing, lo ricordiamo, è costituita da acquisti di titoli, non solo pubblici ma anche privati, sul mercato secondario, ossia solo dopo che questi siano stati emessi ed abbiano già incontrato una domanda sul mercato. Essa non è invece costituita, ed è anzi espressamente vietata per ciascun Paese membro della UE, dalla sottoscrizione di Titoli di Stato, ossia da acquisti sul mercato primario al

---

<sup>15</sup> Una volta si diceva "del deficit pubblico" ma, mentre c'eravamo dimenticati dell'inflazione, non sembra ci siamo dimenticati del deficit pubblico.

momento dell'emissione e, men che meno, può essere costituita da un finanziamento della spesa pubblica senza emissione di Titoli di Stato.<sup>16</sup> L'errata analogia fra i due strumenti, acquisto sul mercato secondario oppure sottoscrizione o finanziamento della spesa, ha costituito del resto la base del tentativo poi fallito, da parte di ricorrenti tedeschi, di condannare l'allora presidente della BCE Mario Draghi, per aver danneggiato le finanze pubbliche tedesche impiegando lo strumento ritenuto illegittimo del Quantitative Easing. Nell'impianto dell'UE, quindi, l'indipendenza delle istituzioni è stata attuata mediante una riduzione degli strumenti di politica monetaria, per evitare evidentemente delle loro possibili collusioni. Il punto centrale teorico è costituito dal fatto che, se si ritiene che si debbano evitare collusioni, è perché si ritiene che gli interessi debbano essere contrastanti. Da un lato vi sarebbe il decisore pubblico di spesa e dall'altro vi sarebbe il soggetto finanziatore che non deve colludere con esso ma essere libero di prendere decisioni differenti. Il principio di indipendenza, però, non può essere considerato come leso dalla possibilità di partecipare alle aste dei Titoli di Stato o dalle decisioni di finanziare mediante una linea di credito la spesa statale. Ciò in quanto, altrimenti, bisognerebbe negare alla BCE la stessa possibilità di modulare i tassi di interesse di mercato mediante la statuizione del tasso di rifinanziamento principale. Perseguendo il fine della negazione di politiche monetarie in favore di una espansione del bilancio statale, si dovrebbero infatti abolire le stesse possibilità di una politica monetaria espansiva e quindi qualsiasi strumento di politica monetaria impiegabile in tale direzione in maniera eventualmente concorde con quanto stabilito dalla politica fiscale. Una cosa è ritenere che le istituzioni debbano essere indipendenti, l'altra è ritenere che debbano agire in maniera antitetica.

C'è ovviamente una parte della teoria economica che riterrebbe necessario abolire l'istituzione stessa della Banca Centrale, ma questa parte non è contemplata dall'assetto delle istituzioni comunitarie. Riteniamo pertanto coerente un ampliamento degli strumenti a disposizione della politica monetaria, sempre governata da una istituzione indipendente, per permetterle di intervenire sul mercato primario dei titoli del debito pubblico, o sul mercato monetario mediante un finanziamento della spesa pubblica, in quanto strumenti di primaria efficacia in caso di un innalzamento dei tassi di mercato,

---

<sup>16</sup> Che questa costituisca uno degli strumenti teorici tradizionalmente previsti dalla politica economica, è riscontrabile nei manuali di politica economica più approfonditi. Vedi: Acocella N., *Fondamenti di politica economica*, Roma, Carocci, 2006, pp. 441 e ss. La separazione fra il governo e la banca centrale, come noto, dovrebbe garantire una maggiore disciplina di bilancio perché l'emissione di Titoli di Stato a finanziamento dei deficit statali dovrebbe incontrarsi con una domanda crescente di questi, teoricamente realizzabile solo mediante aumento dei saggi di interesse e quindi tramite una reazione che scoraggerebbe un ulteriore deficit successivo. Il risultato della pratica, già realizzata nell'ultimo quarantennio in Italia, non è stato quello sperato e la sostituzione dell'offerta di moneta con quella di Titoli di Stato ha contribuito a determinare la crescita del debito pubblico, senza un aumento dei saggi di interesse reali. Abbiamo approfondito questi aspetti in una nostra precedente pubblicazione: Serafini G., "Andreatta, Ciampi e il debito pubblico dopo il "divorzio" fra Tesoro e Banca d'Italia", in: Serafini G (ed.), *Fra storia e teoria. Contributi per l'analisi del Novecento*. Roma, EIN Studi, 2016.

anche in conseguenza di una eventuale speculazione, in grado di mettere a repentaglio la stabilità del sistema o l'efficacia delle politiche fiscali decise dai vari Stati membri. Ricordiamo che, in occasione della crisi finanziaria iniziata nel 2007 e diramatasi almeno fino al 2009, l'innalzamento dei tassi di mercato a breve termine, pur potendo anche essere considerato un segnale di mercato da valutare, in quanto fu connesso ad una riduzione del credito a breve termine e all'innesco di una crisi economica, non favorì ma anzi contrastò il superamento delle cause stesse della crisi.

In relazione al secondo obiettivo, in relazione alla gestione diversificata del debito pubblico aggiuntivo creato nei vari Stati membri per far fronte alla gestione della pandemia da COVID-19, molti gruppi di accademici stanno lavorando su varie ipotesi e sulle relative conseguenze economiche. La sospensione delle regole di finanza pubblica, in scadenza alla fine del 2022, del resto, impone una rimodulazione delle regole del bilancio degli Stati membri, in funzione del nuovo assetto produttivo che si profila nei vari Stati della Unione Europea. Essa determinerà anche una nuova architettura finanziaria nella quale inserire anche il debito pubblico creato in conseguenza della crisi e permesso proprio dalla sospensione delle regole che saranno quindi modificate. È assai probabile che i vari Stati considereranno di attuare una gestione separata di tale debito anche se non è per ora chiaro quali regole potranno essere seguite e quale eventuale nuova istituzione la governerà. Sembra profilarsi la nascita di un'agenzia europea di gestione del debito in quanto, avendo le norme europee permesso la creazione del debito aggiuntivo, gli Stati nazionali potrebbero ritenere opportuna una gestione centralizzata e separata di questi importi.

Il problema che riteniamo opportuno evidenziare, in questo caso, riguarda però le differenze nazionali relative all'entità del debito realizzato e la dimensione del debito nazionale al quale esso si è aggiunto. Come abbiamo visto nella Tabella 6, la situazione debitoria dei vari Paesi è assai differenziata, mentre la gestione del debito di ciascuna nazione incide sulla natura stessa, e l'entità, dei provvedimenti di politica fiscale che sono di responsabilità nazionale. Le regole di bilancio statale, invece, sono stabilite a livello comunitario per tutti gli Stati e soprattutto, fino ad ora, sono valide per tutto il debito complessivamente contratto, senza distinzione sulla sua origine, incidendo sulla quantificazione e tempistica del suo rimborso ma non su una qualificazione della politica in funzione del rimborso differenziato di parti di esso. Nel caso di una creazione di un'istituzione europea, probabilmente un'Agenzia, di gestione dell'extra-debito pubblico pandemico, si realizzerebbe invece una distinzione fra il debito nazionale contratto precedentemente e quello contratto successivamente alla sospensione delle regole di finanza pubblica. La conseguenza sarebbe costituita da una differenziazione qualitativa fra i due periodi che creerebbe due tipologie di debito e due differenti istituzioni in grado di regolarne la gestione.

Ebbene, ciò che si determinerebbe sarebbe sicuramente anche una differenziazione delle regole per rimborsare il debito, fra il debito pubblico e il

debito pandemico, in entrambi i casi rappresentato dallo stesso debitore, lo Stato nazionale. Alla differenziazione qualitativa corrisponderebbe, del resto, una differente struttura dei due debiti, sia in relazione alla composizione degli strumenti finanziari che alla loro durata media finanziaria. Ciò sarebbe in grado di determinare una distorsione delle politiche di bilancio nazionali e delle relative politiche fiscali, in funzione delle regole stabilite per una parte del debito, in maniera differenziata rispetto all'altra parte. I differenti tempi eventualmente stabiliti per il rientro dei due debiti, non sarebbero cioè dovuti meramente alla struttura per scadenza dei titoli e al loro costo in termini di interessi passivi, ma sarebbero dovuti anche a regole differenziate in grado di incidere sulle economie nazionali, con difficoltà di scrittura di regole uguali a fronte di differenti esigenze degli Stati membri della UE.

Ecco, non crediamo che tali aspetti siano secondari, né per ciascuno Stato, né per la tenuta stessa della Unione Europea, necessariamente fondata sul progressivo coordinamento delle economie. Temiamo, infatti, che l'ipotesi di escludere dalla diretta dipendenza nazionale la gestione di una parte del Debito pubblico, per permetterne una gestione più adeguata, possa costituire un'illusione di poter gestire con minori vincoli una parte del debito pubblico. Essa potrebbe invece rivelarsi un vincolo esterno in grado di aumentare le difficoltà di gestione delle differenti economie europee, oggi alle prese con il recupero dei livelli produttivi e le sfide delle trasformazioni richieste dalla pandemia e dalla transizione ecologica dovuta. Le differenti strutture economiche nazionali dei Paesi membri, infatti, necessitano di interventi differenziati e, quindi, di una gestione dell'economia e del debito ancora differenziate, secondo modalità particolari in ciascun Paese. Questo è il motivo per cui ancora oggi le politiche fiscali di ciascuno Stato sono differenziate. La necessità di coordinare le differenti esigenze per permettere lo sviluppo economico, che solo a livello almeno continentale potrà eventualmente realizzarsi, costituisce un obiettivo che non può ignorare le differenze ancora esistenti, e che la crisi energetica attuale sta mettendo ancora più in risalto rispetto a quella pandemica. Se il fine europeo comune è quello dello sviluppo economico, dato che la progressiva integrazione parte da situazioni differenti per ciascuno Stato, essa deve seguire percorsi differenziati scelti per ciascuna nazione, pena l'applicazione di regole generali che porteranno al fallimento di qualche sforzo nazionale mettendo a rischio la tenuta stessa dell'Unione Europea. Per tutti questi motivi, gli obiettivi di una politica fiscale europea e di una costituzione progressiva di strumenti d'indebitamento pubblico europeo, riteniamo passino per l'aumento degli strumenti di politica monetaria a disposizione della BCE e per regole comuni per la gestione su base nazionale dei debiti pubblici ancora nazionali.

## Conclusioni

*a cura di Maurizio Mazziero*

Gli ultimi mesi del 2021 hanno visto un continuo ridimensionamento del debito che è passato dal record storico di 2.734 miliardi a 2.678 miliardi, di molto inferiore alle previsioni del Governo che lo stimava in 2.732 miliardi.

Non dobbiamo comunque dimenticare che nel 2021 il debito è aumentato di 105 miliardi, molto meglio del 2020 quando salì di 163 miliardi, ma anche molto peggio dei 28 miliardi del 2019.

Anche il rapporto debito/PIL dovrebbe migliorare in modo consistente – non abbiamo ancora il dato ufficiale – e dovrebbe trovarsi intorno al 150%, più probabilmente al 149,5%, contro le stime NaDEF 2021 del 153,5% e in forte discesa dal 155,6% del 2020. A solo titolo di raffronto ricordiamo che nel 2019 il rapporto debito/PIL fu del 134,3%.

I rendimenti in rialzo sui titoli di Stato, anche per l'imminente riduzione degli acquisti della BCE, costituiscono un rischio per la spesa in interessi, sebbene la scadenza nel 2022 di 60 miliardi di BTP con cedole tra il 2,5 e il 2,75% annuo dovrebbe mitigare l'impatto.

Secondo le nostre stime il PIL 2022 dovrebbe crescere del 4,1% e potrebbe ulteriormente aumentare di 0,2-0,3 punti percentuali con l'abbandono delle limitazioni relative alla pandemia.

Tuttavia, il peggioramento della crisi tra Russia e Ucraina determinerà un impatto sul PIL; abbiamo quindi posto sotto revisione le nostre stime che aggiorneremo nel consueto "PIL e debito flash" di inizio marzo.

**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	2.329.838	2,40%	134,10%	1,70%	1,10%
Anno 2018	1.771.391	34.798	1.720.515	2.381.490	2,20%	134,40%	0,90%	1,20%
Anno 2019	1.794.935	23.544	1.727.574	2.409.982	1,50%	134,30%	0,30%	0,50%
Anno 2020	1.653.577	-141.358	1.573.888	2.573.468	9,60%	155,60%	-9,00%	-0,10%
Anno 2021			1.673.852	2.678.397			6,50%	4,20%
Anno 2021 (st.DEF)	1.779.295	125.718		2.732.010	9,40%	153,50%	6,00%	0,50%
Anno 2022 (st.DEF)	1.883.354	104.059		2.827.082	5,60%	149,40%	4,70%	1,50%
Anno 2023 (st.DEF)	1.959.662	76.308		2.914.751	3,90%	147,60%	2,80%	1,40%
Anno 2024 (st.DEF)	2.025.473	65.811		2.987.753	3,30%	146,10%	1,90%	1,40%
Anno 2021 (st.UE)	1.761.060	107.483		2.719.076	9,40%	154,40%	6,50%	1,90%
Anno 2022 (st.UE)	1.833.263	72.203		2.775.560	5,80%	151,40%	4,10%	3,80%
Anno 2023 (st.UE)	1.875.428	42.165		2.831.897	4,30%	151,00%	2,30%	1,60%
Anno 2021 (st.FMI)	1.717.179	63.602		2.718.384	10,20%	154,80%	6,20%	1,70%
Anno 2022 (st.FMI)	1.777.706	60.527		2.783.342	4,70%	150,40%	3,80%	1,80%
Anno 2023 (st.FMI)	1.826.821	49.115		2.829.276	2,70%	154,90%	2,20%	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)	1.927.185	19.081		2.823.326	2,40%	146,50%	1,00%	1,40%
Anno 2021 (st.OCSE)	1.757.753	104.175		2.717.485	9,40%	154,60%	6,30%	1,80%
Anno 2022 (st.OCSE)	1.838.609	80.857		2.765.268	5,90%	150,40%	4,60%	2,20%
Anno 2023 (st.OCSE)	1.886.413	47.804		2.803.210	4,30%	148,60%	2,60%	1,60%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

*PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2021,  
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 giugno 2022*

**Compreso tra 2.734 e 2.781 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà agosto 2022

### ***Variazione PIL***

*Stima PIL 1° trimestre 2022: +0,6%*

*Stima PIL 2° trimestre 2022: +0,8%*

*Stima PIL 3° trimestre 2022: +0,6%*

*Stima PIL 4° trimestre 2022: +0,4%*

*Stima PIL 2022: +4,1%*

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

*Stima Mazziere Research spesa lorda a fine 2022: 64,4 miliardi.*

*Stima Mazziere Research spesa netta a fine 2022: 57,7 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, *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  
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, 24 febbraio 2022*



*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*

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

## I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziero Research

<i>Italia 3 trim 2021: Pil, debito &amp; Co.</i>	26 novembre 2021
<i>Italia: economia a metà 2021</i>	23 settembre 2021
<i>Italia 1 trim 2021: Pil, debito &amp; Co.</i>	27 maggio 2021
<i>Italia: economia a fine 2020</i>	25 febbraio 2021
<i>Italia 3 trim 2020: Pil, debito &amp; Co.</i>	09 dicembre 2020
<i>Italia: economia a metà 2020</i>	23 settembre 2020
<i>Italia 1 trim 2020: Pil, debito &amp; Co.</i>	20 maggio 2020
<i>Italia: economia a fine 2019</i>	19 febbraio 2020
<i>Italia 3 trim 2019: Pil, debito &amp; Co.</i>	21 novembre 2019
<i>Italia: economia a metà 2019</i>	19 settembre 2019
<i>Italia 1 trim 2019: Pil, debito &amp; Co.</i>	22 maggio 2019
<i>Italia: economia a fine 2018</i>	20 febbraio 2019
<i>Italia 3 trim 2018: Pil, debito &amp; Co.</i>	21 novembre 2018
<i>Italia: economia a metà 2018</i>	20 settembre 2018
<i>Italia 1 trim 2018: Pil, debito &amp; Co.</i>	22 maggio 2018
<i>Italia: economia a fine 2017</i>	21 febbraio 2018
<i>Italia 3 trim 2017: Pil, debito &amp; Co.</i>	29 novembre 2017
<i>Italia: economia a metà 2017</i>	20 settembre 2017
<i>Italia 1 trim 2017: Pil, debito &amp; Co.</i>	25 maggio 2017
<i>Italia: economia a fine 2016</i>	20 febbraio 2017
<i>Italia 3 trim 2016: Pil, debito &amp; Co.</i>	17 novembre 2016
<i>Italia: economia a metà 2016</i>	19 settembre 2016
<i>Italia 1 trim 2016: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 maggio 2016
<i>Italia: economia a fine 2015</i>	17 febbraio 2016
<i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 novembre 2015
<i>Italia: economia a metà 2015</i>	16 settembre 2015
<i>Italia 1 trim 2015: Pil, debito &amp; Co.</i>	18 maggio 2015
<i>Italia: economia a fine 2014</i>	16 febbraio 2015
<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito &amp; Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito &amp; Co.</i>	19 maggio 2014
<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito &amp; Co.</i>	16 maggio 2013
<i>Italia: economia a fine 2012</i>	18 febbraio 2013
<i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>	20 novembre 2012
<i>Italia: economia a metà 2012</i>	10 settembre 2012
<i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito &amp; Co.</i>	11 giugno 2012
<i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>	18 febbraio 2012
<i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito &amp; Co.</i>	13 dicembre 2011
<i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i>	16 agosto 2011
<i>Italia 1q2011: Pil, debito &amp; Co.</i>	17 maggio 2011
<i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>	29 marzo 2011
<b>Pubblicazioni speciali della Mazziero Research</b>	
<i>Speciale NaDEF 2018</i>	8 ottobre 2018

# MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2022

Rivista scientifica  
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035