

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Anno XII - Numero 2

Copyright ©2022

*Italia 1 trim 2022*  
*Pil debito & Co*

Osservatorio trimestrale  
sui dati economici italiani

Rivista scientifica  
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

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

## Sommario

Introduzione a cura di Maurizio Mazziero	Pag. 5
I rating	
<i>Agenzie di rating: sono davvero utili?</i>	Pag. 6
Il debito pubblico	
<i>Debito pubblico ancora nuovi record</i>	Pag. 7
Le entrate e le uscite	
<i>Differenza tra entrate e uscite: sempre peggio</i>	Pag. 8
Lo stock di Titoli di Stato	
<i>Spesa per interessi: è finita la festa</i>	Pag. 9
Gli acquisti della BCE	
<i>BCE: il paracadute non c'è più</i>	Pag. 12
Il bilancio di Banca d'Italia	
<i>L'utile di Banca d'Italia</i>	Pag. 13
Il Prodotto Interno Lordo	
<i>Stima PIL 2022 rivista al rialzo: +2,2% dal precedente 2,1%</i>	Pag. 14
<i>Peggiora la bilancia commerciale</i>	Pag. 15
<i>Commercio e produzione industriale hanno perso spinta</i>	Pag. 16
L'inflazione	
<i>Inflazione in discesa? Non come si potrebbe pensare</i>	Pag. 17
<i>La realtà è diversa da quel che sembra</i>	Pag. 18
Il mercato del lavoro	
<i>Crescono i posti di lavoro e scende la cassa integrazione</i>	Pag. 14
Approfondimenti	
<i>Il commento di Andrew Lawford: CBDC - una soluzione alla ricerca di un problema, o l'evoluzione del sistema finanziario che ci vuole da tempo?</i>	Pag. 21
<i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i>	
<i>Programmare lo sviluppo, sfruttando la crisi</i>	Pag. 25
Conclusioni a cura di Maurizio Mazziero	Pag. 34
Appendice	Pag. 35
Sommario delle stime Mazziero Research	Pag. 36
Bibliografia	Pag. 37
I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziero Research	Pag. 41

### 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*

*I momenti più belli della festa sono alle nostre spalle*  
Frank Witter – Ex direttore finanziario di Volkswagen

## Introduzione

La Commissione Europea ha prorogato lo stop al Patto di stabilità per tutto il 2023, una misura corretta viste le attuali sfide legate alla crisi energetica e al conflitto russo-ucraino.

Eppure, questo nuovo rinvio rischia di far perdurare l'italico atteggiamento di non guardare oggi ai problemi di domani.

È come un cappio che è ancora largo, ma già sappiamo che un domani si stringerà. Dopo gli splendidi risultati di crescita dell'anno scorso – di fatto dovremmo parlare di rimbalzo post Covid – l'Italia è tornata alle vecchie debolezze, appesantite da una spesa pubblica abnorme, con una crescita insufficiente a sostenerla.

La Commissione Europea parla esplicitamente di squilibri macroeconomici eccessivi raccomandando una serie di misure – come la revisione delle aliquote di imposta e dei valori catastali – che agitano il dibattito politico interno e potrebbero minare l'attuale esperienza di Governo.

Tuttavia, le condizioni sono tali per cui non resta molto tempo per porvi rimedio, il supporto della BCE sta per svanire e i mercati stanno già dicendo con lo spread che non si può andare avanti a colpi di scostamenti di bilancio.

*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

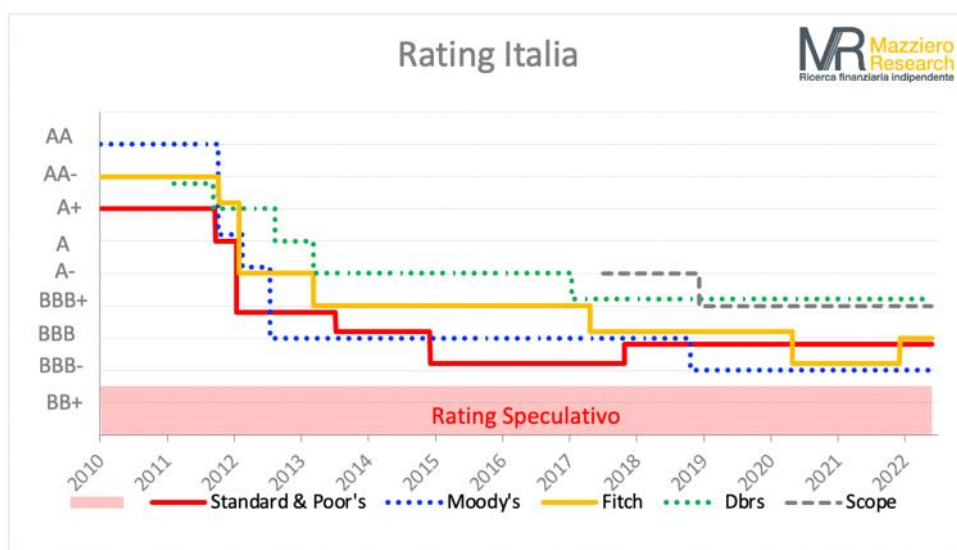


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi  
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

### Agenzie di rating: sono davvero utili?

È da un po' di tempo che non abbiamo aggiornamenti sul rating italiano da parte delle agenzie.

Eppure, molte cose sono cambiate negli ultimi due anni: prima la pandemia, poi l'inflazione e infine il conflitto, tutto ha generato una continua deriva dei conti pubblici a colpi di scostamenti di bilancio; misure tollerate, non si sa ancora per quanto e comunque mal digerite, dalle istituzioni comunitarie.

Di tutto questo le agenzie di rating sembrano non curarsene, memori delle problematiche suscitate durante le precedenti crisi del 2011 con interventi delle procure, si voltano dall'altra parte.

Senz'altro un atteggiamento di questo tipo da parte delle agenzie ci fa comodo ed evita di aggiungere legna al fuoco dei rendimenti dei titoli di Stato, ma, ciò nonostante, in queste pagine qualche dubbio sulla oggettività e credibilità di queste agenzie ce lo dobbiamo porre. Sono davvero utili? Servono davvero a qualcosa?

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

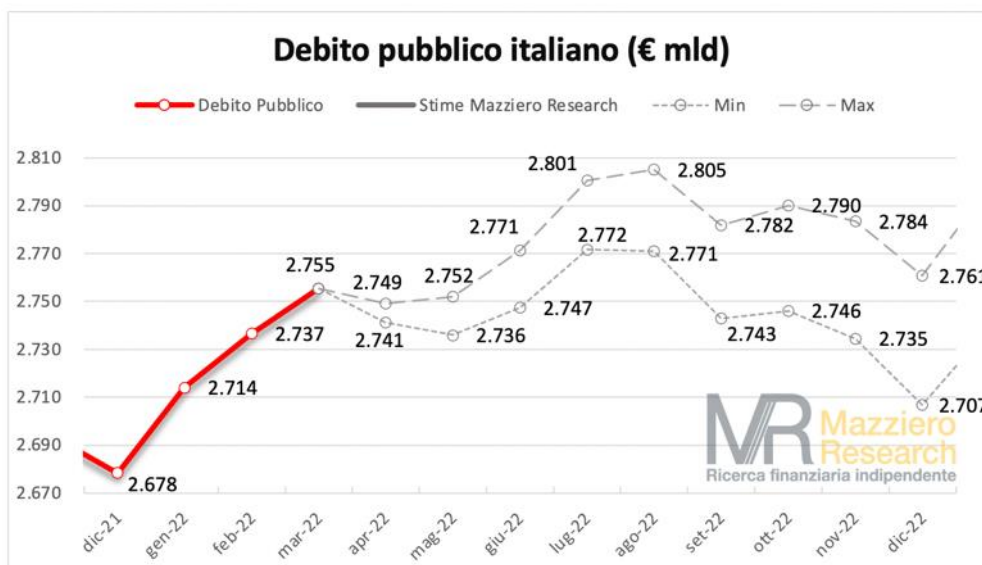


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime sino a dicembre 2022 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

### Debito pubblico ancora nuovi record

Il Debito pubblico ha segnato un nuovo record a marzo a 2.755 miliardi, nella **Figura 2** si può osservare l'evoluzione sino a fine anno da noi stimata nella forchetta tra 2.707 e 2.761 miliardi, leggermente al di sotto dei 2.775 miliardi attualmente previsti dal Governo.

La **Figura 3** mostra l'evoluzione del rapporto debito/Pil stimata dal Governo, con una tendenza piuttosto lineare di discesa. Pensiamo che tali stime saranno difficilmente raggiungibili in quanto implicano una crescita del 3,1% per quest'anno e 2,4, 1,8 e 1,5% per il prossimo triennio 2023-2025, misure ormai sorpassate alla luce della crisi energetica legata al conflitto Russia-Ucraina (si vedano anche le stime UE e FMI nella tabella riportata in Appendice).

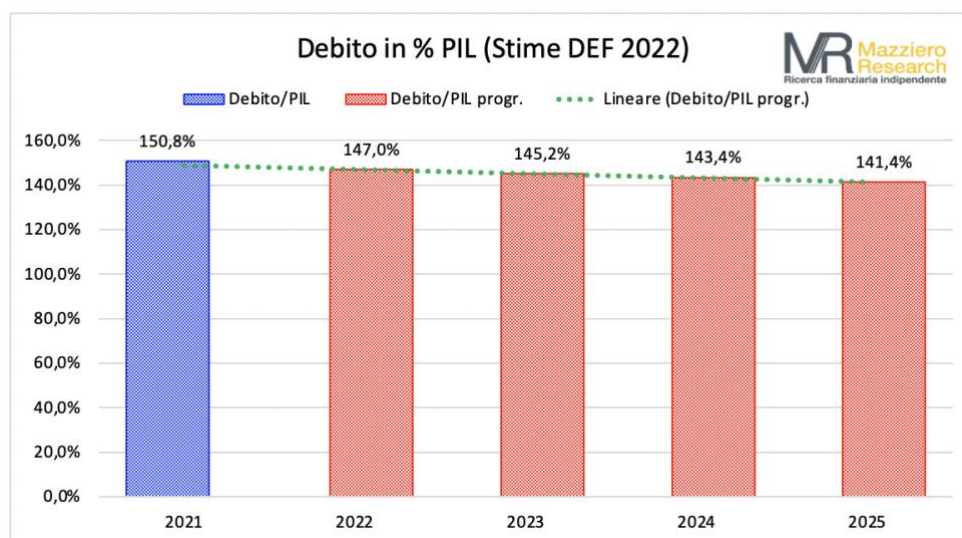


Figura 3: Evoluzione del rapporto debito/PIL nelle stime DEF 2022 (Elaborazione su dati MEF)

## Le entrate e le uscite

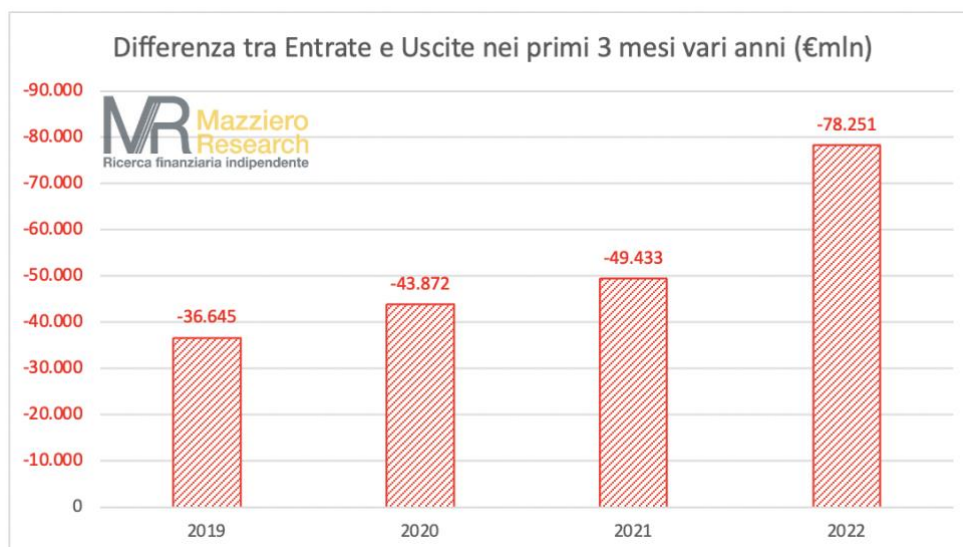


Figura 4: Differenza tra entrate e uscite nei primi tre mesi dal 2019 al 2022  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### Differenza tra entrate e uscite: sempre peggio

La **Figura 4** mostra la differenza tra entrate e uscite nei primi tre mesi dal 2019 al 2022, abbracciando così un periodo che va da prima della pandemia (2019) alle fasi più acute del Covid, per arrivare a quella attuale con gli impatti energetici.

Il deterioramento degli equilibri fra entrate e uscite è evidente, ma soprattutto è nell'anno corrente che le differenze si fanno più ampie. Di per sé misurare esclusivamente i primi tre mesi confrontandoli fra annate differenti potrebbe non risultare ortodosso, in quanto potrebbe trattarsi di una condizione momentanea, ma discrepanze di un certo rilievo possono comunque far presumere che qualcosa a livello di entrate e uscite non vada per il verso giusto. Se alla precedente rilevazione aggiungiamo che le entrate tributarie nei primi 3 mesi dell'anno sono addirittura aumentate rispetto all'anno scorso (**Figura 5**), si ha ancor di più la conferma di come la spesa pubblica stia aumentando in modo abnorme.

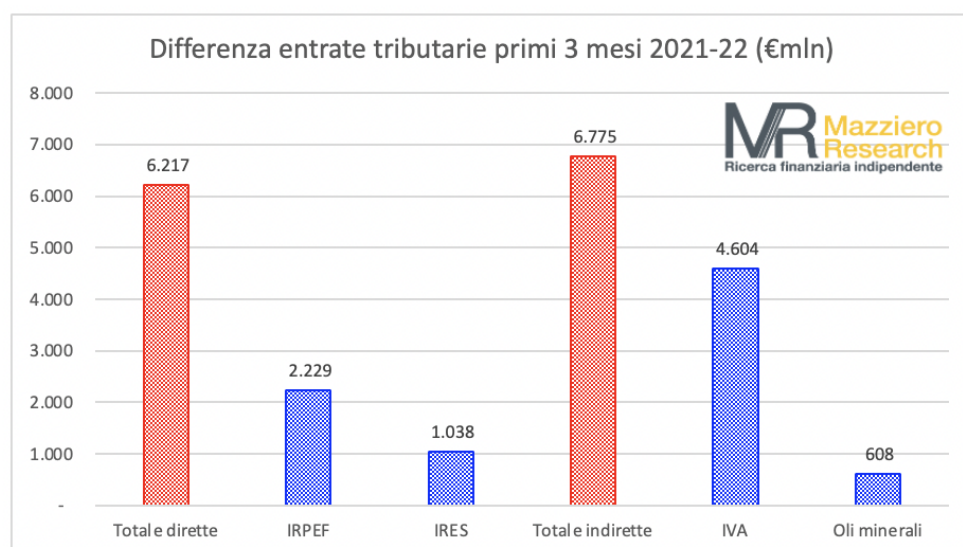


Figura 5: Differenza nelle entrate tributarie 2021-22 nei primi tre mesi  
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale dello Stato)



## Lo stock di Titoli di Stato

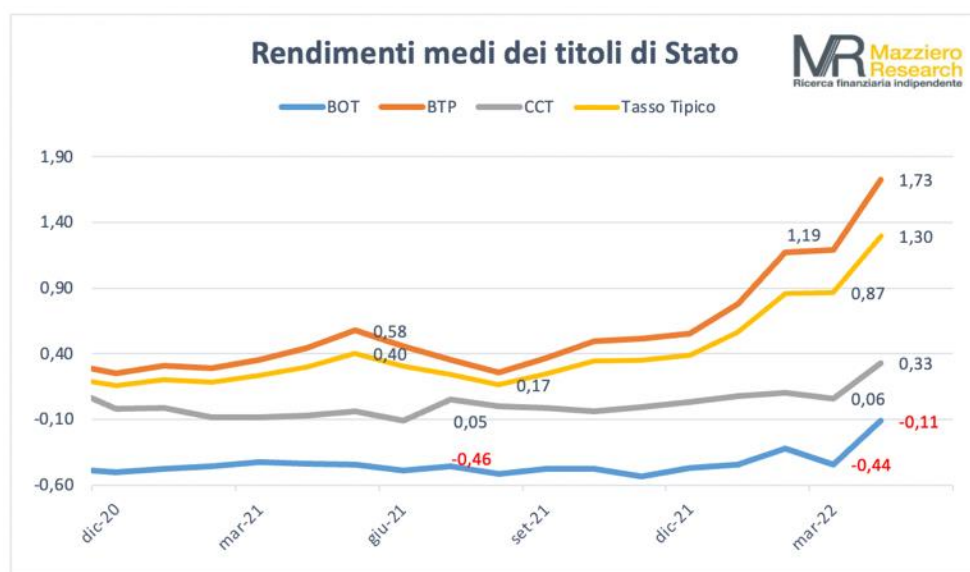


Figura 6: Rendimenti medi dei titoli di Stato  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### Spesa per interessi: è finita la festa

Ormai dobbiamo dire addio a quel periodo di tassi estremamente bassi, talvolta negativi; ora la tendenza è chiaramente al rialzo (**Figura 6**) e solo il rendimento medio dei BOT si attarda sotto lo zero, ma ancora per poco. Presto anche la BCE alzerà i tassi, seguendo il percorso della FED e della BOE; il nostro BTP decennale si trova intorno al 3% con un balzo dell'1,8% rispetto a un anno fa, mentre lo spread con il Bund tedesco si aggira sui 200 punti base. Al momento i nostri modelli matematici continuano a proporci stime di spesa per interessi abbastanza in linea con gli anni passati (**Figura 7**), ma verosimilmente tenderanno ad alzarsi nel corso dell'anno.



Figura 7: Stima spesa per interessi a fine 2022  
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziero Research)

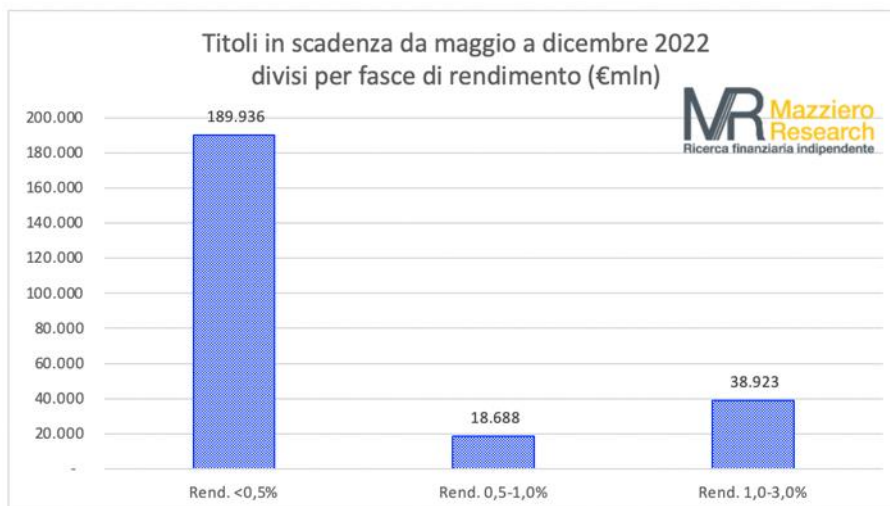


Figura 8: Titoli in scadenza entro dicembre 2022 divisi per rendimento (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Se infatti analizziamo i rendimenti in termini di cedole o scarto di emissione dei titoli in scadenza da qui a fine anno (**Figura 8**), vediamo che la maggior parte ha un rendimento inferiore allo 0,5%, di questi il 60% è costituito da BOT, che probabilmente manterranno un basso rendimento, mentre il restante 40% (circa 77 miliardi) dovrà essere rinnovato a tassi più alti.

Considerando che ogni rialzo di rendimento di un punto percentuale ci potrebbe costare dai 3 ai 3,5 miliardi in più ogni 12 mesi, l'innalzamento della spesa per interessi potrebbe essere di 5-6 miliardi. Non tutti si verificheranno nell'anno corrente, ma nel corso di 12 mesi e continueranno nel corso dei prossimi anni, con una crescita progressiva man mano che lo stock del circolante di titoli andrà in scadenza.

Di questo ne è conscio il Governo, che nel DEF indica una crescita di 3 miliardi della spesa per interessi 2022 (**Figura 9**), ma allo stesso tempo appare troppo ottimista per l'evoluzione nel 2023 e 2024 ponendo a budget una spesa per 61 miliardi, oltre 1 miliardo in meno rispetto a quanto speso nel 2021.

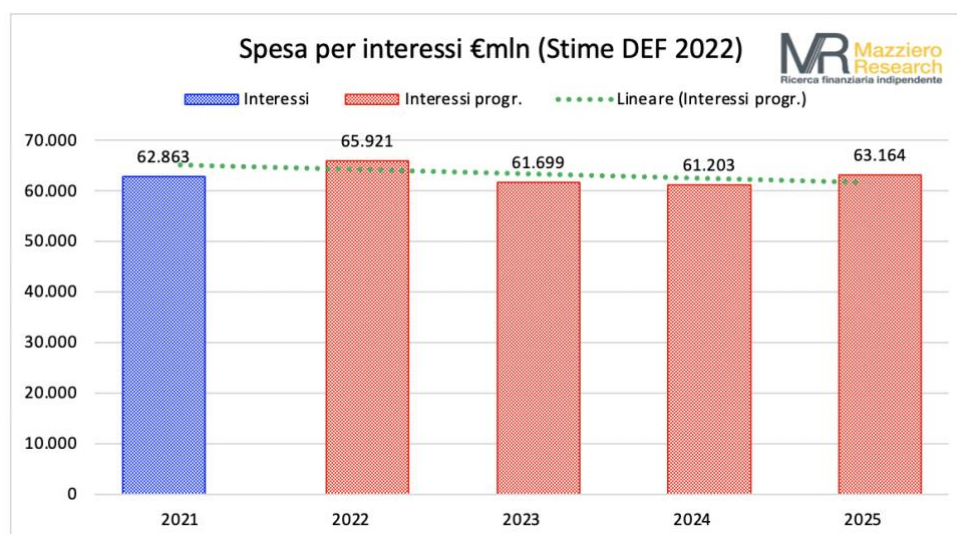


Figura 9: Evoluzione della spesa per interessi nelle stime DEF 2022 (Elaborazione su dati MEF)



*Figura 10: Scadenze Titoli di Stato sino a dicembre 2022 (€mln)  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Spostandoci sulla struttura delle scadenze, la **Figura 10** ci mostra gli importi mensili dei titoli che andranno a rimborso da qui a fine anno. Balza subito in evidenza che il mese di settembre risulterà impegnativo in termini di rinnovi a meno che, come già fatto in passato, il Tesoro non anticipi delle emissioni nei mesi precedenti o non proceda a dei concambi con titoli a scadenza più lunga.

Nessuna sorpresa invece nelle scadenze su base annua (**Figura 11**) che mantengono una buona distribuzione discendente negli anni dal 2023 al 2029.



*Figura 11: Scadenze Titoli di Stato sino al 2072 (€mln)  
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)*

## Gli acquisti della BCE

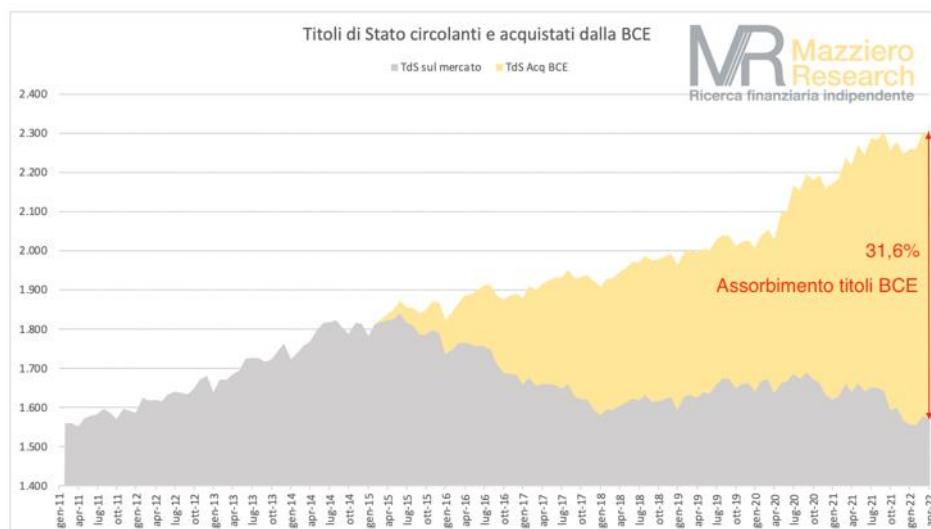


Figura 12: Percentuale di acquisti di titoli italiani dalla BCE  
(Elaborazione su dati Banca Centrale Europea e Banca d'Italia)

### BCE: il paracadute non c'è più

Negli ultimi due anni la Banca Centrale Europea ha svolto un ruolo essenziale per creare un paracadute alle necessità di finanziamento dei Governi a causa delle maggiori spese per contrastare l'epidemia.

Importantissimi per l'Italia sono stati gli acquisti della BCE, che è arrivata a detenere il 31,6% del circolante. Come si può notare nella **Figura 12** tutte le maggiori emissioni sono state assorbite dalla BCE (area in giallo), evitando che il maggior circolante dovesse essere mantenuto dagli investitori (area in grigio) e contribuendo a tenere bassi i rendimenti.

Se però osserviamo la dinamica degli acquisti (**Figura 13**) notiamo che questi si sono notevolmente ridotti anche a seguito del termine del Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP) e dovrebbero cessare del tutto a fine giugno, appena prima di un possibile rialzo dei tassi che, secondo le ultime dichiarazioni, potrebbe anche essere di mezzo punto percentuale.

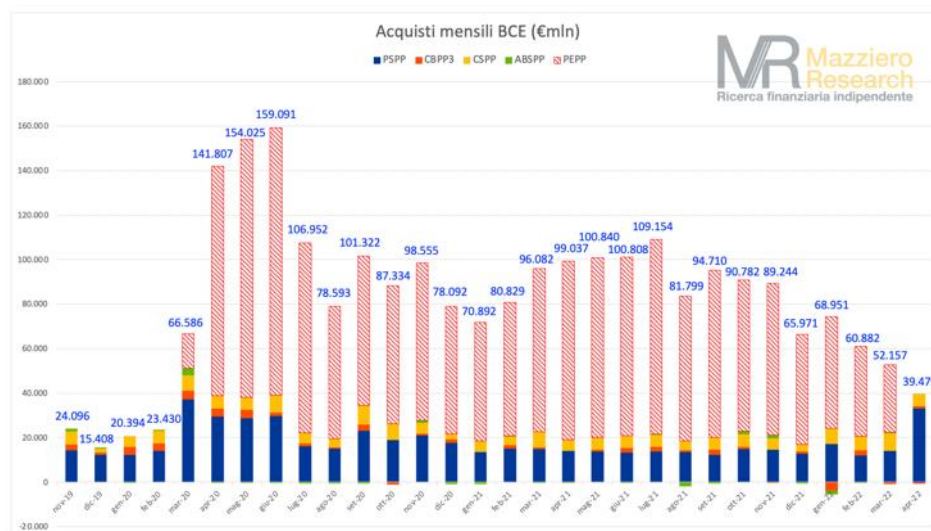


Figura 13: Acquisto titoli dalla BCE durante il QE2+PEPP  
(Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)



## Il bilancio di Banca d'Italia

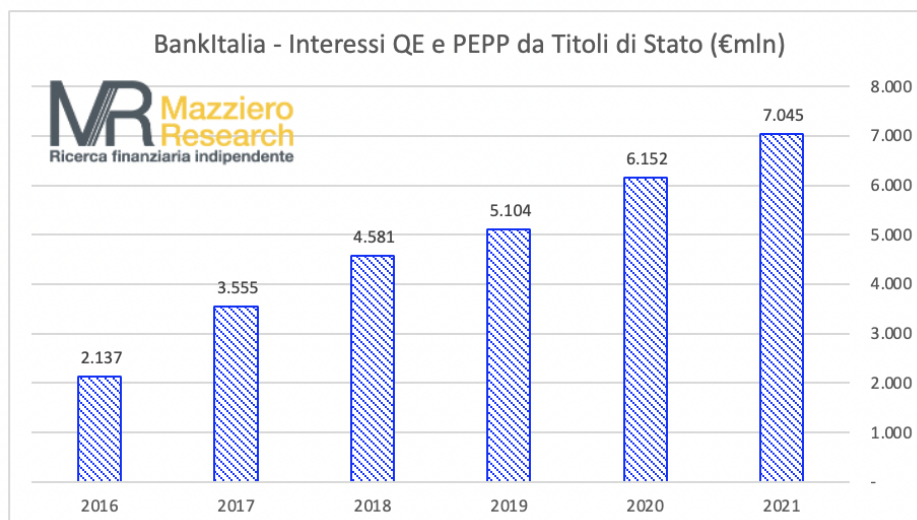


Figura 14: Interessi incassati da Banca d'Italia da QE2+PEPP  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### L'utile di Banca d'Italia

Gli acquisti di titoli da parte della Banca Centrale Europea sono a tutti gli effetti inclusi nel patrimonio della Banca d'Italia, essendo la banca di riferimento dell'Eurosistema nel nostro Paese. Ciò significa che gli interessi pagati dallo Stato sui titoli posseduti dalla Banca centrale vengono incassati da Banca d'Italia. La **Figura 14** mostra l'andamento crescente dal 2016 al 2021 degli interessi percepiti e giunti a poco più di 7 miliardi.

Questi interessi, insieme agli altri proventi incassati a seguito alle attività monetarie e di partecipazione, vanno a coprire le spese di funzionamento e, detratte le imposte versate allo Stato (1,2 miliardi nel 2021), generano un utile. Di questo utile, 340 milioni vengono distribuiti in dividendi ai 178 soci (banche, fondazioni bancarie e fondi pensione), mentre la parte rimanente viene trasferita allo Stato (**Figura 15**).

Nel 2021 Banca d'Italia ha incassato 7 miliardi di interessi dallo Stato e ha trasferito allo Stato 6,8 miliardi in utili e imposte; è una partita di giro? Quasi, ma non esattamente.

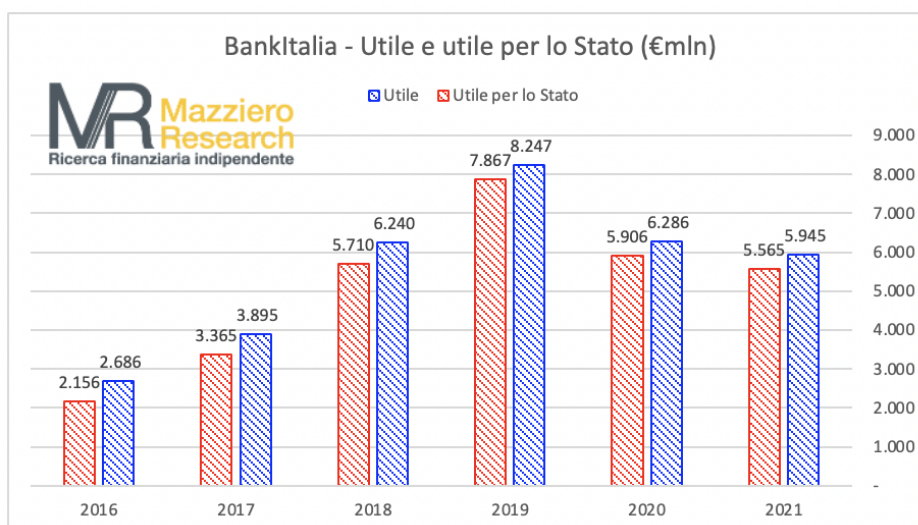


Figura 15: Utile di Banca d'Italia e quota girata allo Stato  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

## Il Prodotto Interno Lordo



*Tabella 2: Stime di evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale (Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)*

### *Stima PIL 2022 rivista al rialzo: +2,2% dal precedente 2,1%*

La stima preliminare del PIL del 1° trimestre da parte dell'Istat ha confermato le nostre previsioni per una crescita negativa; ha trovato così conferma la nostra previsione di -0,2% nel 1° trimestre, migliorando la previsione del Governo di -0,5%.

La nostra precedente stima per il 2° trimestre vedeva un ulteriore acuirsi del rallentamento con un -0,4%, seguito poi da un +0,3% e, infine, 0,0% nell'ultimo quarto. Il tutto si traduceva in una crescita su base annua del 2,1%, positiva quindi, ma inferiore al 2,3% di crescita acquisita come trascinalamento dalla forte crescita del 6,6% dall'anno precedente.

Tuttavia, vi sono due fattori che rendono meno pessimistica la nostra previsione e quindi ci portano a una revisione al rialzo da -0,4% a -0,2% la variazione nel 2° trimestre:

1. L'evoluzione dei prezzi del gas europeo sembra essere entrato in una fase di stabilità mantenendosi al di sotto dei 100 €/Mwh.
2. Le misure di contrasto agli aumenti energetici da parte del Governo (defiscalizzazione delle accise sino all'8 luglio) hanno portato un reale beneficio, limitando in qualche misura i danni subiti da imprese e famiglie.

A questo punto con un 2° trimestre a -0,2% e senza ulteriori variazioni sui trimestri successivi si avrebbe una crescita annua del 2,2%, inferiore soltanto di un decimo sulla crescita acquisita (**Tabella 2** – in grigio viene mostrata la precedente stima di crescita).

Resta il fatto che, qualora la variazione del PIL fosse negativa come stimiamo, per due trimestri successivi, l'Italia entrerebbe in recessione tecnica all'inizio della seconda metà dell'anno con possibile peggioramento della dinamica degli interessi sui titoli di Stato, innalzando ancora di più i costi di cui abbiamo discusso nella sezione dedicata.

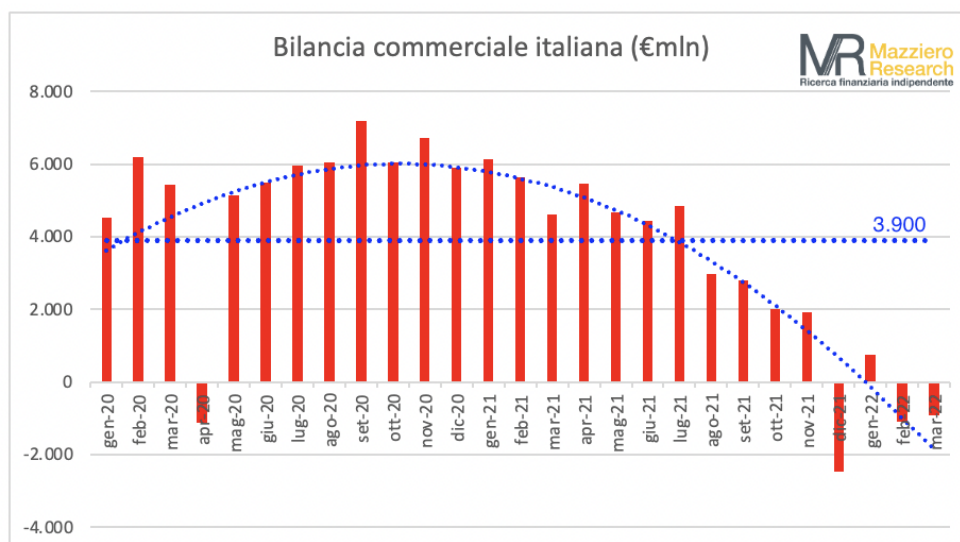


Figura 16: Bilancia commerciale italiana – dati destagionalizzati (Elaborazione su dati Istat)

### Peggiora la bilancia commerciale

La vocazione manifatturiera del nostro Paese si è storicamente associata con una bilancia commerciale positiva, con esportazioni superiori alle importazioni.

La **Figura 16** mostra con istogrammi i valori mensili della bilancia commerciale, quasi sempre in surplus (in coincidenza con gli istogrammi positivi). Tuttavia, è possibile notare che la bilancia si è progressivamente deteriorata dal secondo semestre del 2021, scendendo a partire da agosto al di sotto della media di 3,9 miliardi (linea orizzontale blu puntinata) e seguendo una parabola discendente (linea curva blu) sino a diventare negativa.

La **Figura 17** ci permette di comprendere che ciò si è verificato non tanto per un calo delle esportazioni (istogrammi e linea di tendenza blu), ma per un forte aumento delle importazioni (istogrammi e linea di tendenza rossa) e questo è l'effetto deleterio dell'aumento dei prezzi dei beni energetici.

Poiché nella misura del PIL viene calcolata anche la differenza tra esportazioni e importazioni, una bilancia commerciale negativa penalizza la crescita del PIL.

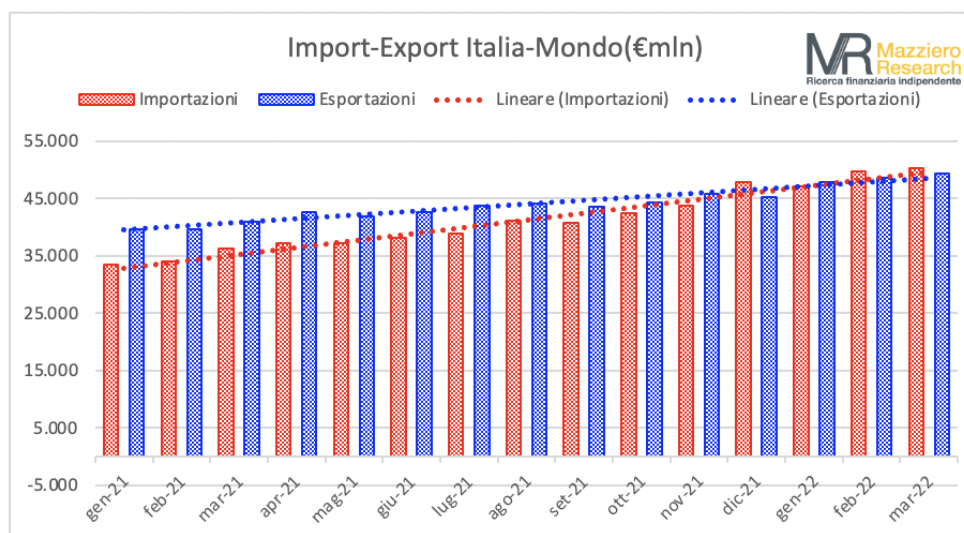


Figura 17: Import-Export Italia-Mondo – dati destagionalizzati (Elaborazione su dati Istat)



Figura 18: Produzione industriale da settembre 2019 a marzo 2022 (Elaborazione su dati Istat)

### Commercio e produzione industriale hanno perso spinta

La **Figura 18** mostra l'andamento della produzione industriale con le variazioni mensili indicate dagli istogrammi rossi. L'ultimo dato di marzo ha segnato una variazione nulla che mantiene il valore dell'indice a 106 (linea blu); questo indice dal novembre scorso non segna progressi significativi e, pur avendo recuperato il forte calo di gennaio, resta appena sopra ai livelli pre-Covid di 105,5 fornendoci la percezione che oltre aver assorbita la pandemia non sono stati fatti grandi miglioramenti.

La **Figura 19** mostra l'andamento del commercio al dettaglio in termini di valore (linea blu), qui la dinamica resta positiva, anche se perde in inclinazione verso l'alto, segno che la crescita si fa via via più bassa. Tuttavia, se guardiamo non in termini di valore, ma di volume (linea verde) osserviamo una dinamica opposta, con una tendenza in calo. È l'effetto dell'inflazione e dell'erosione del potere di acquisto: da un lato il commercio cresce in termini di valore, ma scende in termini di volume delle merci acquistate e se si osserva da un anno a questa parte la forbice tende ad allargarsi sempre di più.

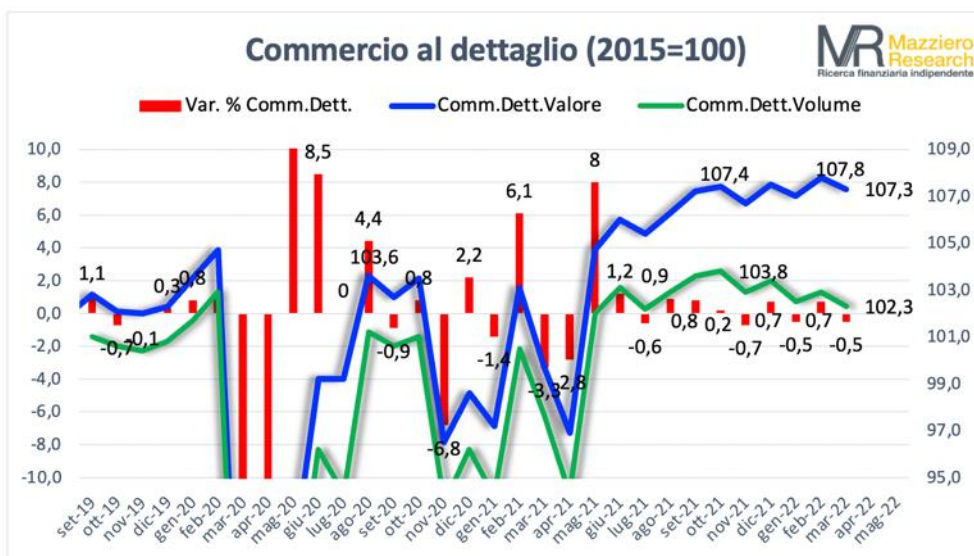


Figura 19: Commercio al dettaglio da settembre 2019 a marzo 2022 (Elaborazione su dati Istat)



## L'inflazione

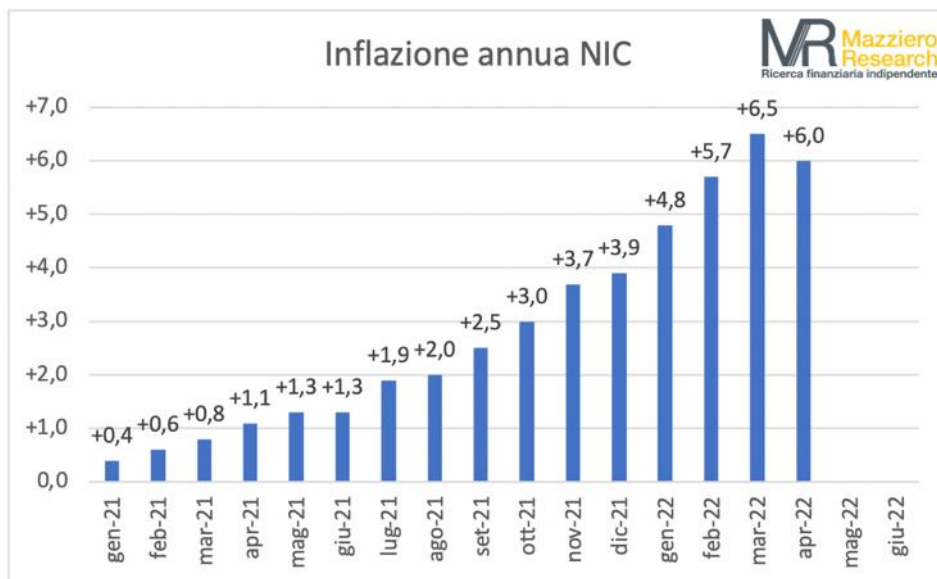


Figura 20: Valori di inflazione dell'indice NIC  
(Elaborazione su dati Istat)

### *Inflazione in discesa? Non come si potrebbe pensare*

L'ultima rilevazione Istat dell'indice NIC ad aprile segna un'inflazione annua in discesa dal 6,5 al 6,0% (**Figura 20**). Vuol forse dire che i morsi dell'inflazione tendono ad attenuarsi? Per dare una risposta occorre scavare un po' in dettaglio nei dati: se scomponiamo la misura annua nelle variazioni mensili (**Figura 21**) vediamo che l'inflazione è diminuita non dello 0,5%, ma dello 0,1%.

Quindi è vero che il paniere generale dei prezzi è diminuito, ma non dello 0,5%, solamente dello 0,1%. La differenza sta nel fatto che la variazione annua comprende le 12 rilevazioni mensili, ogni mese si aggiunge il nuovo dato ed esce il dato più vecchio. Se osserviamo il mese di aprile 2021 aveva un valore di +0,4%, dal computo annuo esce così un +0,4%, che si detrae, e si aggiunge un -0,1%; il risultato è un -0,5% che è esattamente la variazione tra l'inflazione di marzo a +6,5% e di aprile a +6,0%.

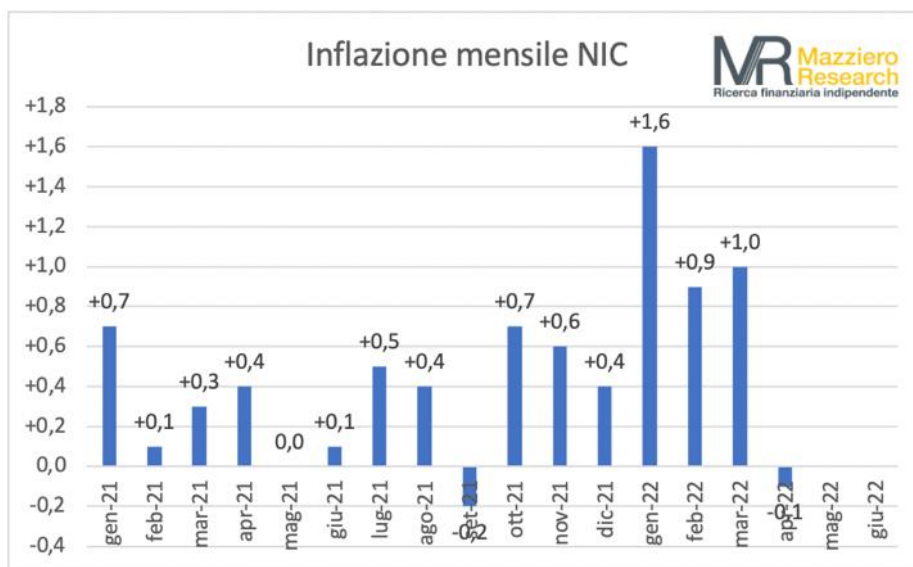


Figura 21: Variazioni mensili dell'indice NIC  
(Elaborazione su dati Istat)

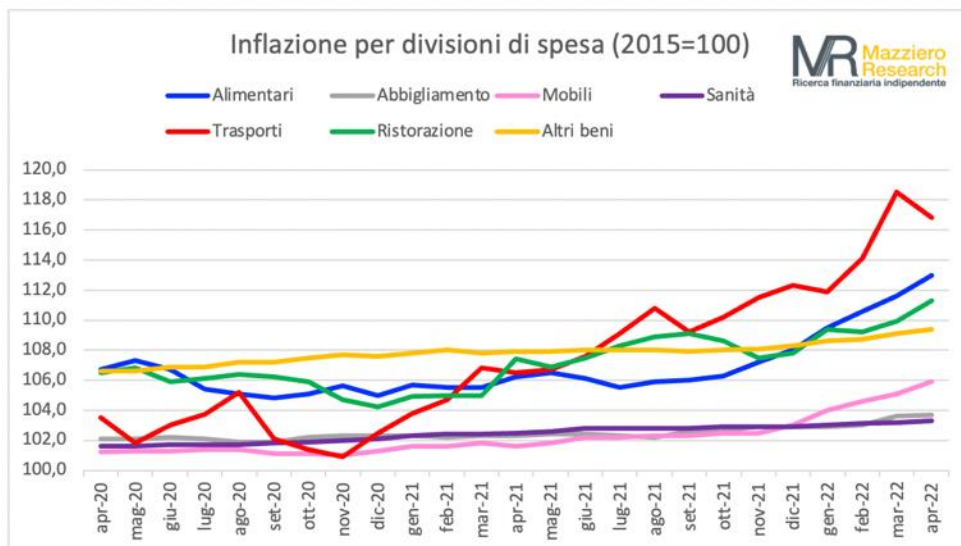


Figura 22: Andamento dell'inflazione per divisioni di spesa (Elaborazione su dati Istat)

### La realtà è diversa da quel che sembra

Alla pagina precedente abbiamo visto come il calo di inflazione sia minimo e molto meno del mezzo punto percentuale. Ma questo riguarda il paniere generale, se ora lo scomponiamo per divisioni di spesa (**Figura 22**) notiamo che solo una componente mostra una reale contrazione: i trasporti (linea rossa) grazie alla riduzione delle accise varata dal Governo il 22 marzo e in vigore sino all'8 luglio. Tutte le altre componenti mantengono inalterata la loro tendenza di crescita con particolare riguardo agli alimentari e alla ristorazione.

La **Figura 23** 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 +9,0% del Regno Unito e +8,3% di Spagna e Stati Uniti; da notare il +7,4% della Germania che, notoriamente timorosa dell'inflazione, farà pressione sulla BCE per adottare un percorso di rialzo tassi aggressivo.

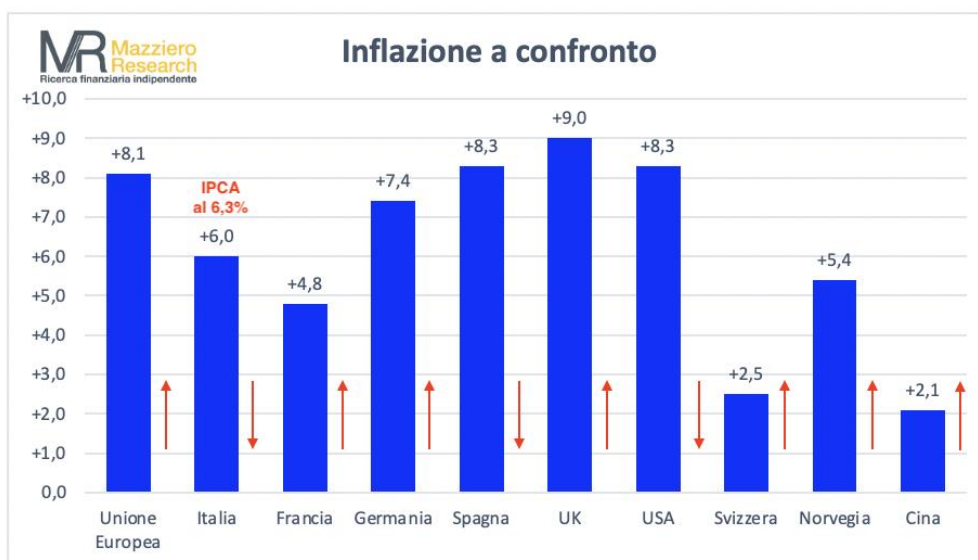


Figura 23: Confronto inflazione fra Paesi (Elaborazione su dati Istat)

## Il mercato del lavoro

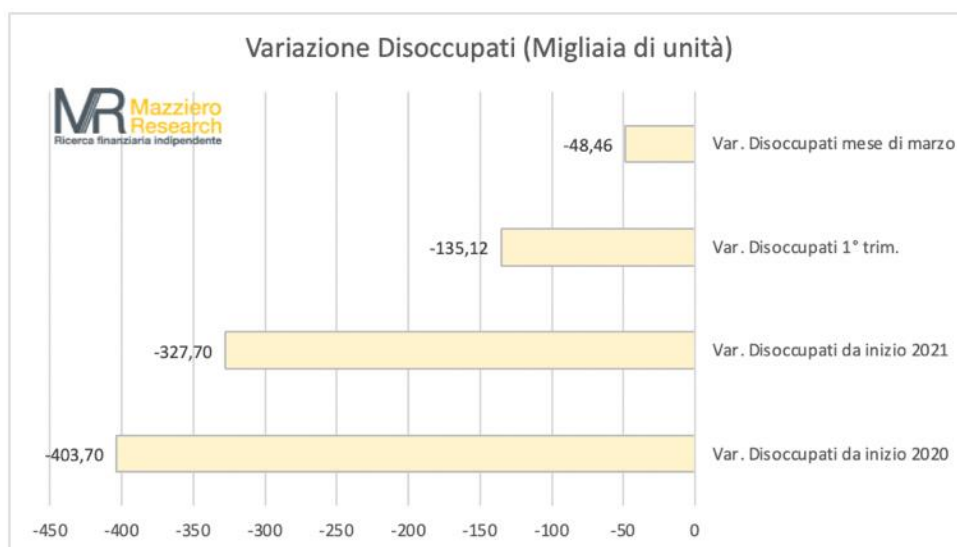


Figura 24: Disoccupati variazioni su più finestre temporali  
(Elaborazione su dati Istat)

### Crescono i posti di lavoro e scende la cassa integrazione

Confortanti, nel complesso, i dati sul mercato del lavoro nel 1° trimestre. La **Figura 24** mostra una diminuzione dei disoccupati per 135 mila unità nei primi tre mesi del 2022, che si accompagna a un calo degli inattivi – coloro che sono esclusi dalle forze di lavoro – di 104 mila unità, come mostrato nella **Figura 25**.

La tendenza trimestrale di calo di disoccupati e inattivi è confermata anche nella variazione mensile che vede rispettivamente una diminuzione di 48 mila e 72 mila unità. A livello percentuale la disoccupazione scende all'8,3%, tornando ai livelli del 2010, e il tasso di inattività, al 34,5%, scende ai livelli prepandemici. Anche la disoccupazione giovanile al 24,5% si attesta a livelli che non si vedevano dal 2009.

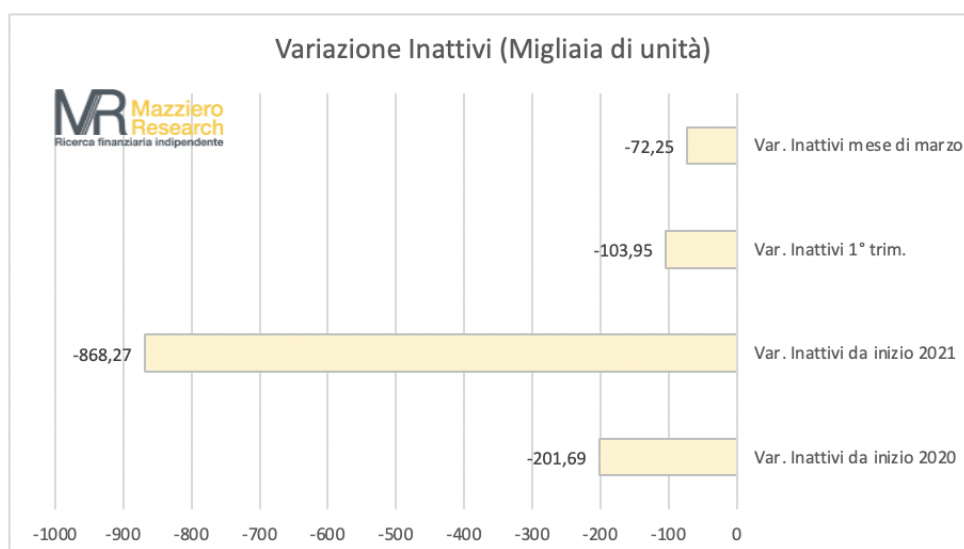
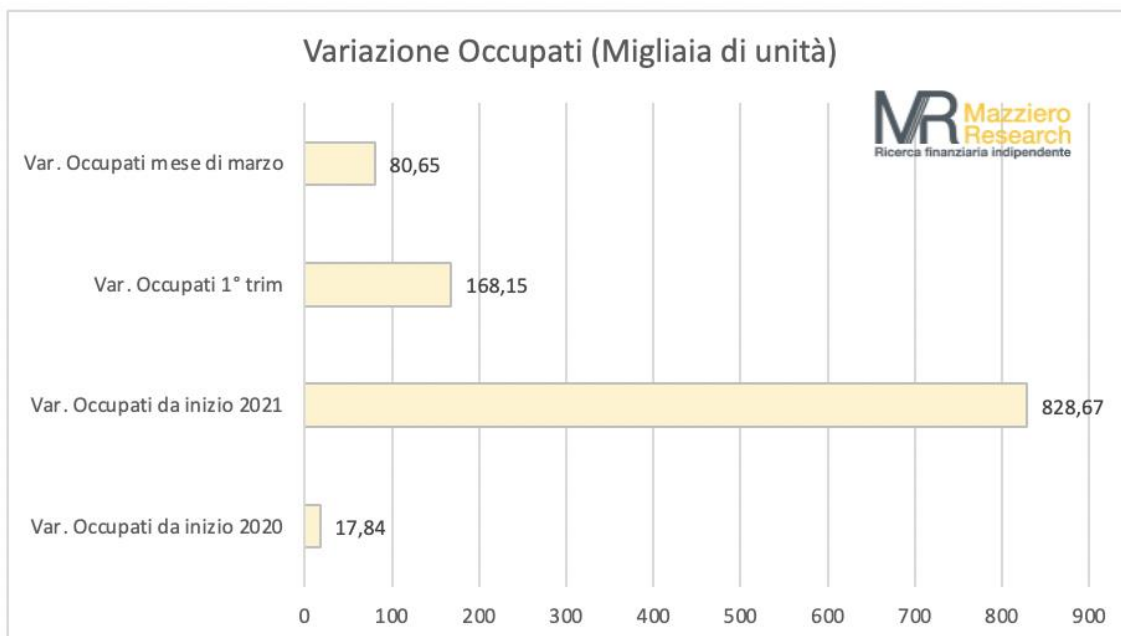


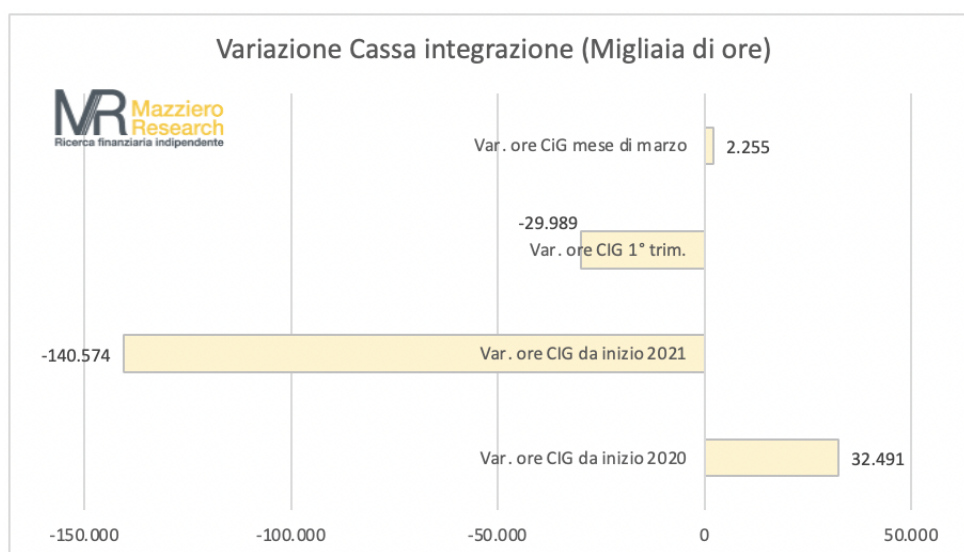
Figura 25: Inattivi variazioni su più finestre temporali  
(Elaborazione su dati Istat)



*Figura 26: Occupati variazioni su più finestre temporali  
(Elaborazione su dati Istat)*

Sul lato dell'occupazione, la **Figura 26** mostra un aumento dei posti di lavoro di 168 mila unità nel 1° trimestre dell'anno, con un incremento di 81 mila unità nel solo mese di marzo. Da inizio 2021 gli occupati sono cresciuti di 829 mila unità e si sono superati di 18 mila unità posti di lavoro disponibili a inizio 2020, prima della pandemia.

Anche la cassa integrazione, le cui ore autorizzate si trovano nella **Figura 27**, testimonia un buon momento, seppur al netto di un modesto incremento per 2,3 milioni di ore a marzo. Nel 1° trimestre le ore autorizzate sono diminuite di 30 milioni, mentre rispetto a inizio 2021 sono diminuite di 141 milioni. Tuttavia, non si sono ancora raggiunti i livelli pre pandemici dato che le ore autorizzate risultano superiori di 32 milioni rispetto ai livelli di inizio 2020.



*Figura 27: Cassa Integrazione variazioni su più finestre temporali  
(Elaborazione su dati INPS)*

## Approfondimenti

### *CBDC*

### *una soluzione alla ricerca di un problema, o l'evoluzione del sistema finanziario che ci vuole da tempo?*

(Il commento)  
di *Andrew Lawford, CFA*

Il concetto di una Central Bank Digital Currency (CBDC) attira molta attenzione, forse in contrappunto all'interesse crescente da parte del pubblico verso la finanza decentralizzata. È forse preferibile che prima di dare l'inevitabile giro di vite alla regolamentazione delle cryptovalute, i nostri governi cerchino di fare scuola dalle loro innovazioni, con l'idea poi di adottare certi meccanismi per meglio oliare le ruote della finanza tradizionale.

In prima battuta, sembra che una CBDC non sia per niente simile ad una cryptovaluta; il punto delle crypto è quello di essere slegate dai sistemi tradizionali della finanza, e in particolare dalle monete ufficiali controllate da uno stato sovrano attraverso una banca centrale. Ma qualcosa in questo schema non ha convinto neanche gli accoliti delle crypto, il che ha portato alla costituzione delle cosiddette stablecoin, ovvero quelle cryptovalute che sono legate ad una moneta ufficiale. La domanda viene spontanea: se il punto delle crypto è quello di essere slegate dal mondo tradizionale della finanza, perché mai bisogna crearne una per poter essere esposti proprio alla cosa da cui si sta cercando di sfuggire?

La risposta più probabile è che le crypto sono di base un movimento anti-establishment, ma allo stesso tempo sono motivate ad offrire delle soluzioni pratiche ai loro utilizzatori. Quindi, una cryptovaluta vera e propria come

bitcoin può essere 100% anti-establishment, ma non è particolarmente pratica a livello di tutti i giorni.

Certamente se i vari attori economici trovano beneficio da una moneta virtuale che offre esattamente i rischi e benefici di una moneta ufficiale emessa da una banca centrale, chi meglio può fornire questo strumento che la banca centrale stessa? Sembra, inoltre, un'occasione d'oro per ripensare alcuni dei meccanismi e ruoli che esistono nella finanza tradizionale.

L'esempio migliore è quello dei depositi bancari: considerando che gli stati si sono presi, di fatto, l'impegno di garantire i depositi bancari, perché non fare in modo che ad ogni cittadino, al momento della nascita, venga aperto un conto corrente digitale direttamente con la banca centrale? Così facendo, si garantisce l'accesso per l'intera popolazione a servizi bancari di base e, a quel punto, il ruolo tradizionale delle banche private potrebbe subire una metamorfosi verso quello di service provider. Si potrebbe, forse, evitare del tutto il concetto di raccolta dei depositi: in luogo dei depositi tradizionali, possono essere utilizzate forme obbligazionarie che permettono un abbinamento più preciso di duration tra attivi e passivi. In parole povere: le crisi bancarie nella storia sono generalmente scatenate dal fatto che i depositi possono essere prelevati nel breve, mentre i prestiti concessi dalle banche hanno scadenze molto più lunghe, lasciando la possibilità di una crisi di fiducia da parte dei depositanti e, quindi, ad una corsa agli sportelli. Se invece di fare raccolta con depositi a vista, le banche emettessero obbligazioni con delle scadenze abbinata a quelle dei prestiti concessi, la loro struttura patrimoniale sarebbe molto più solida. Oltre a questa attività tradizionale di intermediazione del credito, le banche private potrebbero continuare ad offrire servizi come la gestione del risparmio, che generano flussi di commissioni senza l'assunzione di impegni particolari. In questo schema, la banca privata diventa un'impresa normale in quanto i flussi finanziari di base nell'economia verrebbero garantiti direttamente dalla banca centrale.

A questo punto, un cittadino normale sa di avere un conto corrente sicuro al 100% (o meglio, sicuro quanto è sicuro economicamente lo stato in cui vive) e può scegliere se avvalersi o meno dei servizi di una banca privata. Questa

evoluzione nel contesto europeo risolverebbe una volta per tutte la questione della tutela dei depositi bancari e porterebbe ad una maggiore integrazione degli stati membri.

Poi si arriva alla questione del controllo, che è un pregio o un difetto a secondo dei punti di vista. Con una CBDC tutte le nostre transazioni sarebbero automaticamente registrate e visibili in tempo reale da parte delle autorità. Le imprese sono già abituate a questo genere di controllo con la fatturazione elettronica - non ci vuole molta fantasia per fare il passo verso il pagamento con moneta digitale, tutto controllato da un sistema centrale.

Ci sono motivi per cui non bisogna lasciare alle autorità un accesso diretto alle nostre vite finanziarie? È una discussione importante, e sicuramente gli ideatori del movimento crypto si sentirebbero rizzare i capelli all'idea che le loro innovazioni anti-establishment finissero per agevolare la marcia continua verso il controllo totale ed immediato delle attività del popolo da parte dei governi.

La volontà di essere liberi, autosufficienti e autodeterminati è un sentimento in cui tutti si possono trovare in una certa misura e le crypto sono l'espressione chiara di questo spirito. Tuttavia, arriviamo velocemente in un punto di stallo, ovvero in cui la volontà di essere autonomi si scontra con il bisogno di fare parte della rete benefica di una società. "Nessun uomo è un'isola", scrisse John Donne nella sua celebre poesia e questo significa principalmente che la libertà e l'autonomia sono limitate necessariamente da chi ci sta intorno e il bisogno reciproco che esiste tra le persone in una società.

Ovviamente non tutte le istituzioni si trovano d'accordo sullo sviluppo delle CBDC. La prima parte del titolo di questo articolo (una soluzione alla ricerca di un problema) è tratta da una pubblicazione dell'House of Lords (la camera superiore del parlamento britannico), che esprime un certo scetticismo al riguardo. È da nutrire il sospetto che i Lord britannici esprimano più che altro la loro natura innata di conservatori e che non sanno interpretare i cambiamenti in atto. Infatti, bisogna ricordarsi che la camera dei Lord è quell'istituto che, nel gennaio del 1979, a pochi giorni dall'inizio della



rivoluzione in Iran che ha generato un'inflazione galoppante, si è dedicato ad un ormai famoso dibattito sugli UFO, sponsorizzato dal nobiluomo William Francis Brinsley Le Poer Trench, 8° Conte di Clancarty e 7° Marchese di Heusden, un personaggio che credeva di discendere dai primi alieni arrivati sulla terra.

Lo spirito conservatore serve a poco quando ostacola le innovazioni positive, mentre le innovazioni sono positive solo nella misura in cui migliorino la condizione umana. L'equilibrio da trovare riconoscerà che la moneta pubblica è una cosa a servizio della società, ma non deve necessariamente rimanere nella forma in cui l'abbiamo conosciuta durante l'ultimo secolo.

### **Bibliografia:**

House of Lords - Economic Affairs Committee - 3rd Report of Session 2021-22: "Central bank digital currencies: a solution in search of a problem?"

Financial Times - Martin Sandbu (27/01/2022): "The main objection to digital currencies is misguided"

Bank for International Settlements - Quarterly Review (December 2021)

Bank of England - Quarterly Bulletin 2014 Q1 - Money creation in the modern economy



# Programmare lo sviluppo, sfruttando la crisi.

*(Note economiche)  
di Gabriele Serafini*

## 1. Introduzione.

L'inflazione costituisce la rilevazione di un incremento dei prezzi di un paniere di merci, misurata mediante un certo numero indice, in un certo arco di tempo. Quando si ritiene che l'inflazione rappresenti una variazione generalizzata dei prezzi, si considera variato il potere d'acquisto della moneta. Ci sono vari tipi di inflazione, a seconda della causa ritenuta preponderante. Nel periodo che stiamo vivendo, in Italia, si è visto dapprima un aumento del prezzo dei beni energetici, già nell'ultimo trimestre 2021, e poi un aumento dei prezzi anche delle altre merci. Questi ultimi sono avvenuti in misura minore rispetto all'aumento dei prezzi dell'energia e i maggiori rincari sono quindi avvenuti nella parte a monte della catena produttiva del valore. Ad oggi, tuttavia, come anche lamentato dal Presidente di Confindustria,<sup>1</sup> non abbiamo dati sufficienti per capire correttamente se i guadagni siano avvenuti solo nel primo tratto della catena del valore, ossia esclusivamente a favore del produttore della materia prima, oppure se, e in quale misura, i costi aumentati siano stati traslati a valle anche dagli importatori in Italia di energia. Per questo, per ora, siamo costretti a fare solo delle ipotesi ma, indipendentemente da questo fatto, l'inflazione è stata importata dall'estero e originata dalle materie prime. Per capire, poi, la sequenza determinata dalle variazioni dei prezzi nel sistema economico, non potendo conoscere adeguatamente tutti i settori, dobbiamo ragionare sulle due ipotesi più probabili, così da ipotizzare le conseguenze per il sistema economico complessivo, a breve e lungo termine, nonché i possibili rimedi.

---

<sup>1</sup>

[https://www.huffingtonpost.it/economia/2022/04/12/news/carlo\\_bonomi\\_se\\_l\\_ue\\_non\\_decide\\_in\\_italia\\_si\\_preveda\\_un\\_tetto\\_al\\_prezzo\\_del\\_gas\\_-9160957/](https://www.huffingtonpost.it/economia/2022/04/12/news/carlo_bonomi_se_l_ue_non_decide_in_italia_si_preveda_un_tetto_al_prezzo_del_gas_-9160957/)

## 2. La struttura del sistema economico.

In un sistema economico come il nostro, le imprese hanno potuto innalzare il prezzo dei prodotti perché hanno un parziale potere di mercato, ossia il potere di incrementare il prezzo, come in questo caso, in conseguenza dell'aumento dei loro costi. La conseguenza di un incremento del prezzo consiste in una riduzione delle vendite, e quanto questa sia ampia dipende dalla domanda. Si aprono così due ipotesi. Se la riduzione delle vendite è percentualmente superiore all'aumento dei prezzi, l'incremento dei prezzi riduce i profitti. Razionalmente si ritiene che una impresa decida il proprio prezzo in modo da vendere una certa quantità di prodotto collocata in un punto della curva di domanda definito come "elastico"; ossia, vendendo una certa quantità corrispondente al prezzo oltre il quale la riduzione delle vendite farebbe subire una riduzione del profitto. L'operare in un punto della curva di domanda di questo tipo è ritenuto razionale perché qualora operasse in un punto della curva di domanda non elastico, l'impresa sarebbe spinta ad aumentare ulteriormente il prezzo potendone ricavare un maggior profitto. La permanenza in una zona produttiva del genere è quindi ritenuta possibile solo temporaneamente.

Se, pertanto, ipotizziamo che le imprese producano razionalmente, possiamo considerare che quelle operanti in settori con domanda elastica siano state costrette ad aumentare il prezzo dei loro prodotti, dato l'incremento dei costi a monte per l'energia impiegata per produrre, nonostante questo incremento abbia ridotto le vendite e i profitti, perché se non l'avessero fatto avrebbero subito delle perdite piuttosto che delle mere riduzioni di guadagno.<sup>2</sup>

Per quella parte di imprese, invece, che producono in un mercato con bassa elasticità della domanda - ad esempio il mercato dei beni di prima necessità - o in settori a bassa concorrenza, la traslazione sui prezzi, di almeno una parte dei costi subiti, sarà verosimilmente avvenuta con un risultato netto, al contrario, positivo; ossia, pur subendo una riduzione della domanda, questa sarà stata percentualmente inferiore all'aumento dei prezzi, e avrà così determinato un incremento dei profitti. Questo dal lato delle imprese.

---

<sup>2</sup> Questo ragionamento vale, ovviamente, in generale e non per imprese o settori che abbiano una situazione del tutto particolare.

Nel caso dei consumatori, invece, in entrambi i casi la conseguenza è stata una perdita di potere d'acquisto dei propri redditi, anche se fra i consumatori ci sono anche coloro i quali percepiscono un reddito che deriva dall'attività imprenditoriale, il cui risultato, come abbiamo visto, non è stato necessariamente negativo; per i consumatori/imprenditori bisogna quindi valutare il risultato netto che deriva dalla differenza fra l'aumento dei guadagni come imprenditore e la perdita di potere d'acquisto come consumatore.

Questo evento inflattivo, in ogni caso, ha determinato un trasferimento delle risorse a favore dei produttori di energia, e probabilmente anche degli importatori all'ingrosso, i quali hanno incrementato i profitti godendo degli effetti diretti di una domanda relativamente poco elastica; ed ha determinato anche una variazione della distribuzione della ricchezza e dei consumi, a favore dei percettori netti di redditi d'impresa e a danno dei consumatori che destinano la maggior parte degli acquisti verso beni di prima necessità, ossia i meno abbienti. Tali effetti sono solitamente sintetizzati nel dire che, sino ad ora, questa inflazione ha aumentato le disuguaglianze.

Le conseguenze economiche non si fermano però a questo livello e, imparando dalle crisi del passato, possiamo ritenere che esse proseguiranno verso una probabile rovina dei produttori degli iniziali rincari, verso un avanzamento tecnologico importante e, in quest'ultimo caso solo auspicabilmente, verso un recupero della produzione e una riduzione delle disuguaglianze. Il tutto può però avvenire solo tramite un intervento coordinato europeo. Spieghiamo perché.

### 3. Le conseguenze prossime di questa inflazione.

I decisori della politica energetica di ciascun Paese hanno già acquisito consapevolezza del fatto che affidarsi ad un solo fornitore, indipendentemente dal soggetto fornitore, è comunque un errore economico, perché la domanda di energia è relativamente rigida. Una diversificazione dei fornitori è quindi necessaria per ragioni economiche, prima che politiche, e riguarda anche le tipologie di energia cui affidarsi e non solo i soggetti produttori e venditori. Ad oggi, la diversificazione che è già stata avviata si potrà tuttavia realizzare nell'arco di un tempo che si estende oltre il prossimo inverno. Dalle crisi

energetiche del passato, però, possiamo intuire come andrà a finire e imparare come affrontarne le conseguenze immediate.

Nelle due crisi petrolifere degli anni 70, l'incremento dei prezzi dei beni energetici determinò, nel breve periodo, una contrazione del Valore aggiunto,<sup>3</sup> principalmente a causa della contrazione degli investimenti, senza determinare una contrazione generalizzata dei consumi, anche per effetto di una sostituzione degli acquirenti occidentali con gli acquirenti dei paesi produttori di petrolio.<sup>4</sup> Dato il sistema di adeguamento salariale allora vigente, però, si determinò anche un incremento dei salari che, innescando la spirale prezzi-salari, permise da un lato di sostenere i livelli di consumo dei lavoratori meno abbienti, e dall'altro contribuì al perdurare nel tempo dell'incremento dei prezzi dei beni finali in tutti i paesi occidentali. A sua volta, quest'incremento dei prezzi al consumo causò una riduzione del divario fra i prezzi energetici e gli altri prezzi, ristabilendo progressivamente un certo riequilibrio fra i prezzi relativi delle merci, all'interno di ciascun paese occidentale.

A livello internazionale, invece, l'avvio dell'inflazione indotta dai prezzi del petrolio determinò un incremento dei prezzi dei prodotti occidentali, innescando un riequilibrio dei prezzi internazionali fra beni energetici e beni finali prodotti in occidente, agendo come un boomerang verso quegli stessi paesi produttori degli iniziali rialzi dei prezzi. Questi, infatti, dopo un arricchimento iniziale per l'aumento del prezzo del petrolio a domanda poco elastica, da un lato non riuscirono più ad arricchirsi, dovendo acquistare a prezzi crescenti i prodotti dei Paesi dai quali pensavano di poter trarre solo guadagni; dall'altro, avendo inizialmente avuto accesso a prestiti in dollari a bassi interessi, principalmente per investimenti in infrastrutture, subirono gli effetti dell'innalzamento dei saggi di interesse nominali per contrastare l'inflazione, avvenuto negli USA, oltre che nei paesi occidentali, sperimentando difficoltà crescenti a restituire i prestiti. Le restituzioni avvennero infatti al costo di un ulteriore indebitamento per ripagare i primi debiti, a causa dell'effetto combinato dell'incremento dei tassi di interesse e della riduzione del prezzo internazionale del petrolio, rispetto agli altri beni. Il risultato generale fu di un'inflazione iniziale che andò smorzandosi e di una differenza

---

<sup>3</sup> Vedi la Tabella 1 nel numero precedente di questo Osservatorio.

<sup>4</sup> Vedi: Enciclopedia Treccani, Inflazione, di M. Bagella, *ad vocem*, 1992.

di ricchezza fra i paesi occidentali e quelli produttori di petrolio che, al contrario, andò consolidandosi.

Abbiamo accennato alla sola narrazione economica, evitando le questioni politiche che hanno inciso anche pesantemente sui riaggiustamenti dei guadagni, delle produzioni e dei prezzi internazionali. Se, in ogni caso, impariamo dalle lezioni del passato, ad oggi è probabile che la politica di diversificazione energetica già iniziata dai paesi europei porterà sul lastrico, in un arco di tempo di tre o quattro anni, gli stessi soggetti che ora si arricchiscono, a meno che non ristrutturino completamente il proprio sistema economico. Questo non solo per le sanzioni economiche, ma soprattutto perché l'ottimizzazione nell'uso di queste risorse e la diversificazione energetica dei vari paesi determinerà una diminuzione delle richieste e dei prezzi di questi beni, causando una riduzione delle entrate colossali, rispetto al proprio PIL, di cui i produttori di tali beni non potranno più beneficiare. Questo non è però quanto possiamo aspettarci in un arco di tempo più ridotto. Nel corso dei prossimi 24 mesi, infatti, in caso di una mancata diminuzione dei prezzi dei beni energetici, la perdita di ricchezza subita dalle imprese e dai consumatori non potrà essere affrontata efficacemente se non tramite un intervento esterno al nostro sistema economico privato, che sta subendo duri contraccolpi, sia nel settore produttivo, che lavorativo e dei consumi. Il luogo da dove agire per contrastare tale situazione è cioè il settore pubblico a livello europeo, sia per le difficoltà economiche del settore privato che non permettono la destinazione immediata di ulteriori somme agli investimenti per efficientamento e innovazioni, sia perché l'azione congiunta da intraprendere consiste in una politica fiscale di tipo espansivo, non meramente redistributivo, da realizzare precisamente in due direzioni.

#### 4. Che tipo di politica economica espansiva.

Una prima direzione di contrasto all'incremento dei costi, deve essere intrapresa mediante un aumento della produttività, teso alla riduzione dell'impiego di materie prime, senza che sia accompagnato da una perdita di occupazione. Una seconda direzione deve tendere all'avvio di aiuti alle imprese e ai consumatori, finanziati dal settore pubblico, per sostenere gli investimenti e i consumi.

La combinazione dei due elementi è necessaria, insieme all'avvio della politica strutturale di diversificazione energetica, per far sì che la riduzione degli input per unità di prodotto - che solitamente comporta una contrazione della occupazione con ricollocazione in altri settori dei lavoratori espulsi, solo eventuale e diluita nel tempo - sia realizzata immediatamente, tramite investimenti e incremento dei livelli di occupazione.

La politica di diversificazione energetica, a nostro avviso, si accompagnerà a una riduzione dell'inflazione, già nei prossimi mesi, fino a un suo ritorno, entro un anno, intorno il 2%. Questo perché non c'è attualmente, in Italia, un adeguamento dei salari all'inflazione e quindi l'incremento dei prezzi continuerà a causare nei prossimi mesi una sofferenza dei consumi privati, per poi portare a una riduzione dell'inflazione. La riduzione del potere d'acquisto, però, comporterà anche una probabile riduzione del numero dei risparmiatori, anche se non del risparmio totale, che sarà più concentrato in meno soggetti, con la conseguenza di un incremento dei tassi di interesse nominali di mercato, anche indipendentemente dai rialzi che la BCE intendesse eventualmente realizzare nei tassi di interesse che controlla. Questo comporta che, in quanto l'intervento finalizzato all'incremento della produttività sconta ovviamente il problema della individuazione di soluzioni innovative che, oltre a dover essere inventate, devono soprattutto essere acquistate ed installate, gli investimenti debbano essere effettuati mediante un intervento pubblico di aiuto economico alle imprese, perché queste non sono in grado di determinare investimenti in tale direzione, nella misura necessaria a superare le difficoltà del sistema complessivo. Il rincaro medio dei prezzi energetici nel primo semestre di questo anno, infatti, solo per l'Italia dovrebbe concretizzarsi in un aumento dei costi per le imprese di circa 40 miliardi di euro.<sup>5</sup>

In quanto ai lavoratori/consumatori, invece, è necessario un recupero del potere d'acquisto ma non crediamo che questo possa avvenire mediante l'introduzione di un salario minimo, come abbiamo già scritto in un altro intervento.<sup>6</sup> Ciò in quanto un incremento del salario minimo sarebbe di nuovo sterilizzato dalla traslazione sui prezzi dell'incremento del salario che

---

<sup>5</sup> <https://www.confindustria.it/notizie/dettaglio-notizie/Bonomi-a-Zapping-e-Non-stop-News-Con-il-tetto-al-prezzo-del-gas-si-evitano-a-monte-gli-extraprofiti-Lavorare-insieme-su-soluzioni-strutturali>.

<sup>6</sup> <https://www.lavoce.info/archives/90983/salario-minimo-non-e-la-ricetta-per-aumentare-i-redditi-bassi/>

rappresenta un costo per le imprese. È invece opportuno intervenire mediante una riduzione del carico fiscale sui redditi più bassi nella forma della liquidazione erariale della diminuzione del carico fiscale. Per coloro i quali non lavorano, ovviamente, la previsione di un adeguamento dei redditi impiegati nei consumi deve seguire altre vie, altrettanto necessarie.

Questi interventi, devono avvenire nel modo più coordinato possibile a livello internazionale, per evitare asimmetrie fra i vari Stati, a fronte di mix energetici differenti da nazione e nazione, che potrebbero dar luogo a squilibri internazionali, in termini di ricchezza prodotta. Eventuali squilibri sarebbero infatti in grado di innescare effetti controproducenti, dovuti a una rimodulazione degli scambi internazionali, tali da depotenziare gli effetti positivi della ristrutturazione economica cui siamo obbligati da questa crisi.

In relazione ai settori di intervento, invece, quelli da beneficiare devono inizialmente essere i settori in grado di determinare un risparmio energetico. Non solamente quelli che impiegano energia per produrre ma anche quelli in grado di determinare un minor consumo di energia, quali ad esempio il settore dell'edilizia finalizzata al risparmio energetico degli edifici, e quello dei trasporti, sia privati che pubblici.

In merito al finanziamento di questi interventi, una parte redistributiva dei carichi fiscali è necessaria, anche in funzione dei benefici da indirizzare a favore di determinati settori e per i comportamenti da stimolare. Il finanziamento non potrà tuttavia essere limitato a una rimodulazione del carico fiscale complessivo e agli aspetti redistributivi immediati. Dato l'importo e la necessità di intervento pubblico, infatti, il coordinamento di queste politiche deve avvenire almeno a livello europeo, con un finanziamento che eviti asimmetrie fra Stati membri dell'UE, come detto, e che sfrutti, al contrario, il coordinamento superiore delle politiche, dalla cui attuazione solamente, come scriviamo da anni, potrà scaturire un miglioramento della condizione economica generale. Per disegnare concretamente la modalità di finanziamento, però, non si deve trascurare la necessità di recupero del finanziamento stesso. A livello economico internazionale, infatti, da decenni si pone sempre il problema del rimborso del debito aggiuntivo, perché la natura

di indebitamento, tipica degli interventi pubblici negli ultimi quarant'anni<sup>7</sup> deve direttamente conciliare il risparmio privato con la necessità di impiegarlo per far crescere il sistema economico complessivo. Questo legame costituisce l'unico mezzo per poter garantire, a quegli stessi risparmiatori, l'impiego in consumi futuri superiori di quei risparmi destinati a finanziare il sistema economico complessivo. Quando il risparmio è effettuato per creare risorse generali, infatti, se il sistema economico non sfrutta quei risparmi per incrementare le risorse disponibili, anche quei risparmi rappresenteranno nel futuro solo un credito senza possibilità di rimborso o, in una ipotesi migliore, un importo che avrà la possibilità di scambiarsi con un insieme ridotto di merci. In questo consiste la riduzione dell'attività economica conseguente a una crisi sistemica. Anche chi possiede capitali non ne può comunque beneficiare. Giungiamo così al nocciolo della questione, che emerge chiaramente.

##### 5. Perché il sistema economico è articolato ma unico.

Quando si realizza un effetto inflattivo originato esternamente, come questo rispetto ai paesi occidentali, esso colpisce quasi tutti, chi più chi meno, ovviamente. In questo caso, la risposta strutturale deve tendere alla diversificazione dei fornitori di energia e al risparmio energetico, mediati da un sostegno economico pubblico alle imprese e ai consumatori. La risposta economica generale, allora, riesce a cogliere l'occasione di aumentare la consapevolezza della necessità di preservazione e sviluppo dei legami intersoggettivi di ciascun attore economico, solo realizzando che, mentre una variazione dei prezzi relativi è dovuta a modifiche che attengono le singole merci, una modifica dovuta a un incremento generalizzato dei prezzi è un evento di natura comportamentale. È un evento esterno di trasferimento di risorse da un insieme di paesi a un altro, in questo caso, che può essere affrontato, internamente ai Paesi che subiscono inizialmente l'inflazione, solo mediante un miglioramento del coordinamento della produzione e del suo

---

<sup>7</sup> Su questi aspetti siamo intervenuti varie volte e non si tratta solamente di sperare in un "moltiplicatore fiscale" abbastanza grande da permettere che l'intervento in deficit si ripaghi nel futuro prossimo.



finanziamento, e che, proprio mediante questa necessità, offre l'opportunità di realizzare un livello di ricchezza superiore.

Se il finanziamento è impiegato in modo improduttivo, infatti, senza determinare un miglioramento della produttività, della distribuzione dei redditi e dell'occupazione, anche i risparmi non serviranno a gran che, nel futuro. Un capitale maggiore che non possa acquistare merci, costituisce solo un deposito di ricchezza che non si può concretizzare in acquisti. La storia del pensiero economico ha già documentato che un atteggiamento di accumulazione di questo tipo non ha ragione d'essere, né individualmente, perché si gode di meno di denaro accumulato che di consumi realizzati, né collettivamente, perché un membro della classe media contemporanea europea è materialmente molto più benestante di un ricco europeo di 150 anni fa. Il disporre di un tessuto di beni prodotti superiore soddisfa infatti un insieme più sviluppato di bisogni.

La consapevolezza di questo aspetto, sperabilmente indotta come conseguenza inattesa delle azioni di contrasto a questa crisi, potrebbe allora portare paradossalmente a far saltare la separazione mentale che c'è fra il soggetto che finanzia e quello finanziato, oltre la comprensione del loro legame economico per il quale, in caso di impiego improduttivo del finanziamento, sarà danneggiato anche il finanziatore. L'inflazione ci stimola in questo senso a una consapevolezza comportamentale superiore, come passo decisivo per determinare le sorti di un possibile sviluppo dell'economia, necessario per la crescita economica. Non sempre la crescita si accompagna a uno sviluppo ma in questo caso, più che mai, è solo uno sviluppo, nel senso di trasformazione economica delle fonti di energia utilizzate e dell'efficienza del loro impiego, che potrà portare a una crescita della ricchezza prodotta. Senza un iniziale sviluppo trasformativo del sistema economico, comunque accompagnato da un miglioramento della distribuzione delle risorse, non ci potrà essere una crescita economica che induca quel senso di comunità essenziale dell'essere umano, piuttosto che un senso di decadenza che è già sfociato più volte, nella storia, in distruzioni generalizzate e non solo economiche. Seguendo questa linea di pensiero, invece, ci sembra che dalla crisi se ne possa uscire con un miglioramento. Questo non avviene sempre ma bisogna sempre cercare che avvenga.

## Conclusioni

*a cura di Maurizio Mazziero*

Da inizio anno i rendimenti dei titoli di Stato sono fortemente cresciuti, confermando una tendenza già in atto dal 2° semestre del 2021; anche lo spread BTP-Bund si è ampliato e naviga intorno ai 200 punti base.

Siamo di fronte agli effetti dei minori acquisti da parte della BCE accompagnati dalla prospettiva che i tassi sono destinati a crescere anche nell'Eurozona.

A questo punto sorvegliato speciale diventa la spesa per interessi che potrebbe aumentare di 5-6 miliardi nell'arco di 12 mesi.

Il tutto avviene in un contesto di rallentamento economico che dopo un trimestre di PIL negativo potrebbe vederne un altro anch'esso di segno meno.

Se queste nostre stime venissero confermate, ci troveremmo in recessione tecnica nel 2° semestre dell'anno, con un PIL annuale al 2,2% solo grazie all'effetto trascinamento della crescita del 2021.

Considerando il continuo aumento del debito, che a marzo ha segnato un nuovo record a 2.755 miliardi, l'obiettivo di riduzione del rapporto debito/Pil da 150,8% al 147,0% potrebbe non essere raggiunto.

Nel frattempo, l'ultimo dato sull'inflazione in calo dal 6,5 al 6,0% su base annua rischia di non mostrare la reale dinamica dei prezzi visto che l'unica contrazione si è avuta sui carburanti grazie alla defiscalizzazione delle accise disposta dal Governo. Tutti gli altri beni, con particolare riguardo agli alimentari, mantengono inalterata la loro crescita.

L'unica nota positiva viene dal mercato del lavoro, con 168 mila occupati in più nel 1° trimestre e 829 mila in più rispetto a inizio 2021. La disoccupazione è scesa all'8,3%, un livello che non si vedeva dal 2010, e anche la disoccupazione giovanile al 24,5% si è riportata ai valori del 2009.

**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%	1,40%	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	2.381.509	2,20%	134,40%	0,80%	1,20%
Anno 2019	1.796.634	25.243	1.729.122	2.410.004	1,50%	134,10%	0,50%	0,50%
Anno 2020	1.656.961	-139.673	1.573.057	2.572.727	9,60%	155,30%	-9,00%	-0,10%
Anno 2021	1.775.436	118.476	1.677.568	2.677.910	7,20%	150,80%	6,60%	4,20%
Anno 2022 (st.DEF)	1.882.700	107.264		2.774.765	5,10%	147,00%	3,10%	5,80%
Anno 2023 (st.DEF)	1.966.200	83.500		2.866.185	3,70%	145,20%	2,40%	2,10%
Anno 2024 (st.DEF)	2.037.600	71.400		2.937.327	3,20%	143,40%	1,80%	1,80%
Anno 2025 (st.DEF)	2.105.700	68.100		2.993.711	2,70%	141,40%	1,60%	1,80%
Anno 2022 (st.UE)	1.818.047	42.610		2.688.891	5,50%	147,90%	2,40%	5,90%
Anno 2023 (st.UE)	1.852.590	34.543		2.719.602	4,30%	146,80%	1,90%	2,30%
Anno 2022 (st.FMI)	1.777.706	2.270		2.783.342	4,70%	150,60%	2,30%	5,30%
Anno 2023 (st.FMI)	1.826.821	49.115		2.829.276	2,70%	148,70%	1,70%	2,50%
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 2027 (st.FMI)	1.936.821	9.636		2.767.717		142,90%	0,50%	2,00%
Anno 2022 (st.OCSE)	1.857.106	81.670		2.793.088	5,90%	150,40%	4,60%	2,20%
Anno 2023 (st.OCSE)	1.905.391	48.285		2.831.411	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 2.747 e 2.771 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà agosto 2022

*La stima a dicembre 2022*

**Compreso tra 2.707 e 2.761 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà febbraio 2023

### ***Variazione PIL***

*Stima PIL 2° trimestre 2022: -0,2%*

*Stima PIL 3° trimestre 2022: +0,3%*

*Stima PIL 4° trimestre 2022: +0,0%*

*Stima PIL 2022: +2,2%*

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

*Stima Mazziere Research spesa lorda a fine 2022: 62,2 miliardi.*

*Stima Mazziere Research spesa netta a fine 2022: 57,0 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*  
Istat, *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, 26 maggio 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: economia a fine 2021</i>	24 febbraio 2022
<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