

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Anno XIII - Numero 1

Copyright ©2023

*Italia economia
a fine 2022*

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>Moody's si ravvede e riporta in positivo le stime di crescita per l'Italia</i>	Pag. 6
Il debito pubblico	
<i>Debito pubblico: un vizio inguaribile</i>	Pag. 7
Le entrate e le uscite	
<i>Entrate tributarie: continua l'aumento</i>	Pag. 9
Lo stock di Titoli di Stato	
<i>Rendimenti dei Titoli di Stato: la pacchia è finita</i>	Pag. 10
Tasso di sconto delle Banche Centrali	
<i>BCE ancora aggressiva sui tassi, la FED gela i mercati</i>	Pag. 12
Il Prodotto Interno Lordo	
<i>Saldo commerciale extra-UE in miglioramento</i>	Pag. 13
<i>PIL +0,7% nel 2023</i>	Pag. 14
Le importazioni di gas	
<i>Il fragile equilibrio delle importazioni</i>	Pag. 15
L'inflazione	
<i>L'inflazione scende, ma la componente di fondo sale</i>	Pag. 16
Il mercato del lavoro	
<i>Sempre più occupati</i>	Pag. 18
Approfondimenti	
<i>Il commento di Andrew Lawford:</i>	
<i>Il 20% del PIL a servizio dell'INPS è troppo</i>	Pag. 20
<i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i>	
<i>Blanchard, Visco e l'inflazione causata dalle imprese.</i>	
<i>Perché il conflitto distributivo e la politica monetaria non sono la soluzione</i>	Pag. 24
Conclusioni a cura di Maurizio Mazziero	Pag. 35
Appendice	Pag. 36
Sommario delle stime Mazziero Research	Pag. 38
Bibliografia	Pag. 33
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

*Il debito buono è quando si danno risorse a una società,
in modo che questa riesca a fare riforme tali da diventare autonoma,
e iniziare a volare con le proprie ali.
Il debito cattivo è fatto di quei sussidi
che vengono erogati senza che ci sia un piano industriale.*
Mario Draghi

Introduzione

Fino a che punto è lecito dare sussidi a categorie di contribuenti quando questi aggravano in modo consistente la sostenibilità dei conti pubblici?

Questa è una domanda che tutti si dovrebbero porre, ma che soprattutto chi governa si dovrebbe porre e a cui dovrebbe essere chiamati a rispondere.

Invece, in Italia i governi si avvicendano in un continuo cambio di coalizione e ciascun politico cerca di trovare il proprio orticello dove coltivare il consenso.

Il tratto comune è l'irresponsabilità e anche quando la politica cede il passo ai tecnici, questi devono scegliere dove rabberciare e dove lasciar correre nella speranza che vi si metterà mano più tardi.

È vero che i crediti legati ai bonus edilizi avrebbero rimesso in moto il settore delle costruzioni, e avrebbero contribuito all'efficientamento energetico del patrimonio immobiliare, ma a fronte di un costo enorme per la fiscalità pubblica che ha favorito solo una platea limitata di contribuenti.

Mario Draghi parlava di debito buono e cattivo, il problema è che quasi sempre si ricade nella seconda fattispecie.

Buona lettura.

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

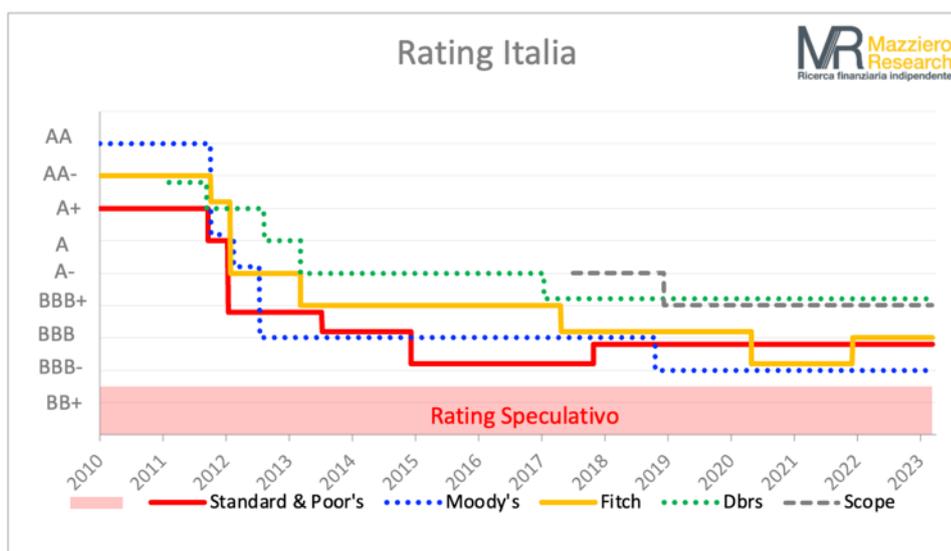


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

Moody's si ravvede e riporta in positivo le stime di crescita per l'Italia

Non ci sono grandi novità sul fronte del rating, l'unica agenzia che avrebbe dovuto esporre un giudizio (Scope ratings) ha passato la mano, non svolgendo alcuna valutazione.

Aspetto positivo, dato che su questo versante “no news” equivale a “good news”.

Il tema del rating, in questo momento, sembra aver perso di interesse, in un'economia che nel complesso tiene. Inoltre, si denota una certa distrazione nell'aumento del debito che, anche in seguito alle revisioni legate ai trattamenti contabili dei crediti (bonus edilizi), hanno peggiorato non poco la dinamica dei conti pubblici (si veda la sezione successiva).

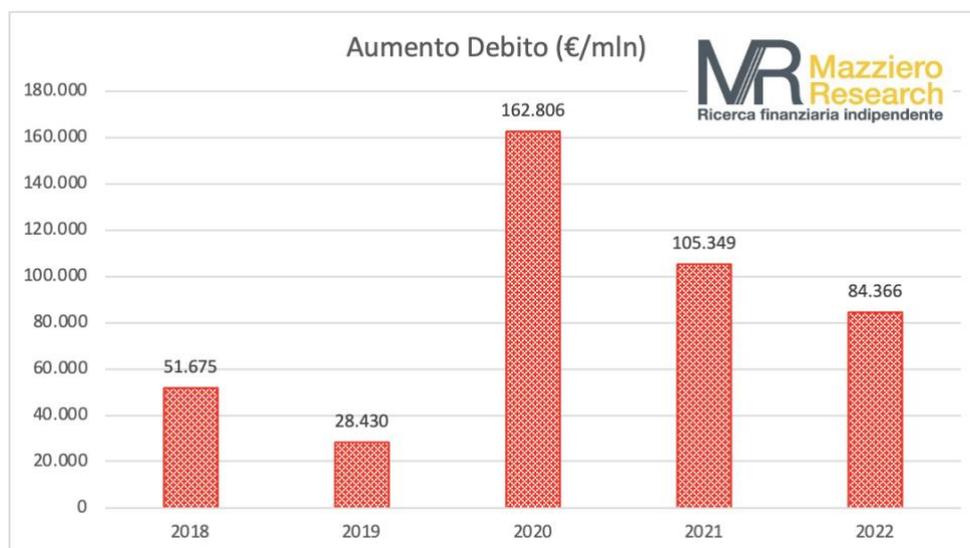
Moody's, comunque, ha recentemente rivisto in positivo la crescita dell'Italia portando la sua stima per il 2023 dal -1,4% a un +0,3%.

La **Tabella 1** riporta i futuri appuntamenti con le valutazioni che, salvo sorprese, dovrebbero arrivare nella seconda parte di aprile. Tuttavia, è bene considerare che gli ultimi dati Istat su saldo primario, deficit/PIL e spesa per interessi sono poco entusiasmanti e non si può escludere un brusco risveglio dal torpore degli ultimi tempi.

Data di valutazione	Agenzia	Rating attuale	Outlook	Stabilito in data	Esito / Nuovo Rating
20/01/23	Scope	BBB+	Stabile	20/08/21	Nessuna valutazione
21/04/23	Standard & Poor's	BBB	Positivo	26/07/22	
28/04/23	DBRS	BBB high	Stabile	29/10/21	
12/05/23	Fitch	BBB	Stabile	03/12/21	
19/05/23	Moody's	Baa3	Stabile	05/08/22	
14/07/23	Scope	BBB+	Stabile	20/08/21	
17/09/23	Moody's	Baa3	Negativo	05/08/22	
20/10/23	Standard & Poor's	BBB	Stabile	26/07/22	
27/10/23	DBRS	BBB high	Stabile	29/10/21	
10/11/23	Fitch	BBB	Stabile	03/12/21	
01/12/23	Scope	BBB+	Stabile	20/08/21	

Tabella 1: Calendario delle valutazioni del Rating italiano nel 2023
(Elaborazione su dati delle singole agenzie)

Il debito pubblico

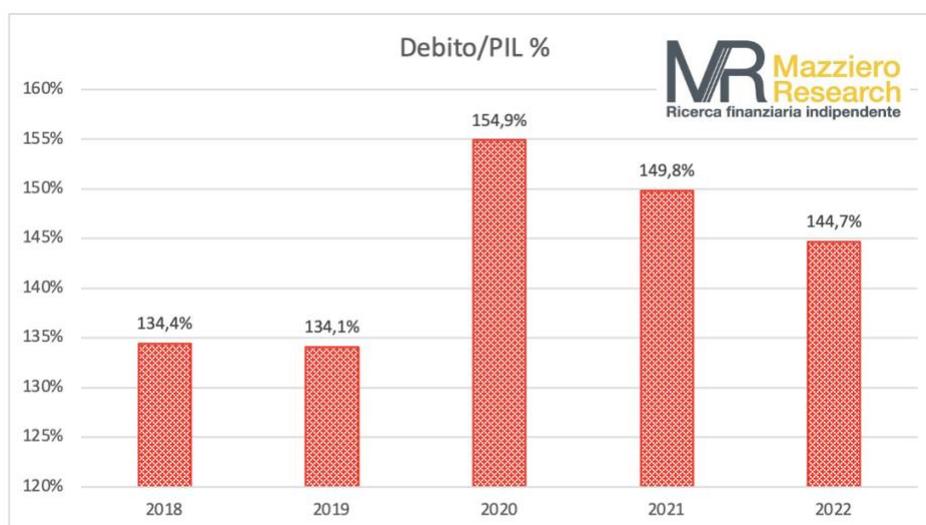


*Figura 2: Aumento del debito negli ultimi 5 anni
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Debito pubblico: un vizio inguaribile

Anche per il 2022 l'aumento del debito pubblico si è mantenuto su livelli elevati e ben oltre la media storica (**Figura 2**). Se negli anni 2020 e 2021 il forte aumento della spesa pubblica ha riguardato l'azione di contrasto alla pandemia e le misure di sostegno a imprese e famiglie, il 2022 trae la sua origine principalmente dall'aumento dei prezzi energetici.

La buona crescita del PIL ha consentito di mostrare comunque una contrazione nel rapporto debito/PIL (**Figura 3**), una dinamica che potrebbe risultare più ardua da raggiungere nel 2023 a causa di una crescita in rallentamento e una spesa per interessi più elevata (si vedano anche le relative sezioni su titoli di Stato e Prodotto interno lordo).



*Figura 3: Rapporto debito/PIL negli ultimi 5 anni
(Elaborazione su dati Istat)*

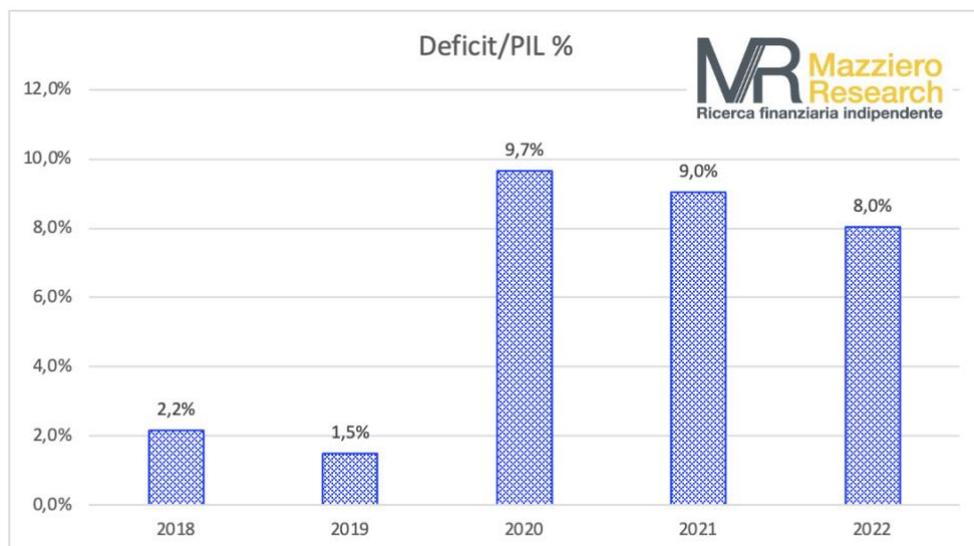


Figura 4: Rapporto deficit/PIL negli ultimi 5 anni
(Elaborazione su dati Istat)

In discesa anche il rapporto deficit/PIL (**Figura 4**), seppur ben superiore a quanto previsto dal Governo (5,1% contro l'attuale 8,0%). Anche per gli anni 2020-2021 l'Istat ha svolto una revisione (2020: 9,0% dal precedente 7,2%; 2021: 9,7% dal precedente 9,5%) a causa della differente contabilizzazione dei crediti legati alle ristrutturazioni edilizie e al Superbonus 110%.

La **Figura 5** mostra il nostro consueto grafico del debito pubblico con linea rossa indicante i valori ufficiali e le linee grigie con le nostre stime sino a giugno 2023. Dopo la pubblicazione del debito di fine 2022 a 2.762 miliardi, questo potrebbe ora subire una forte accelerazione nel primo semestre portandosi in una forchetta compresa tra 2.828 e 2.865 miliardi a giugno.

Non vi dovrebbero essere impatti futuri sulla nuova contabilizzazione dei crediti, ma non possiamo escludere che emerga qualche ulteriore revisione nella pubblicazione della Banca d'Italia sul livello del debito negli ultimi mesi.

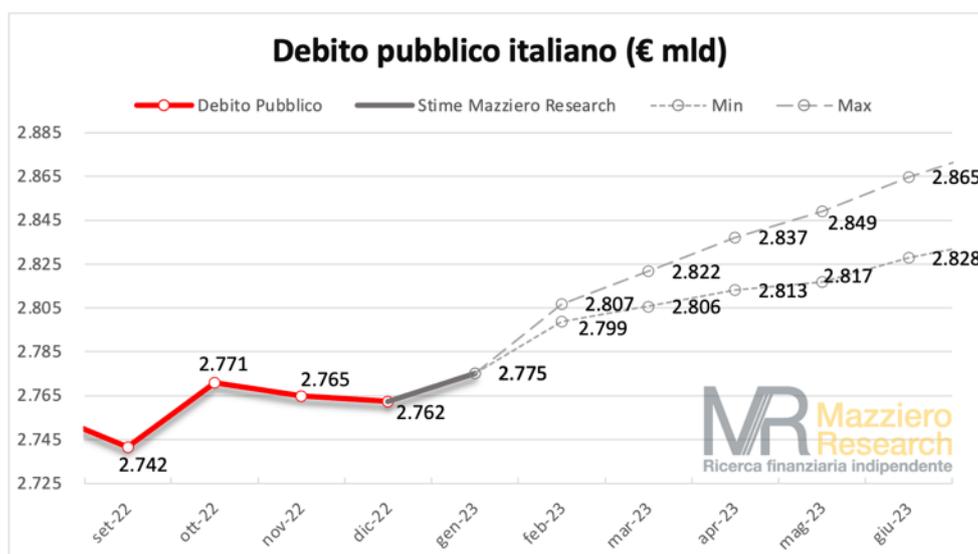


Figura 5: Evoluzione debito pubblico e stime sino a giugno 2023
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

Le entrate e le uscite

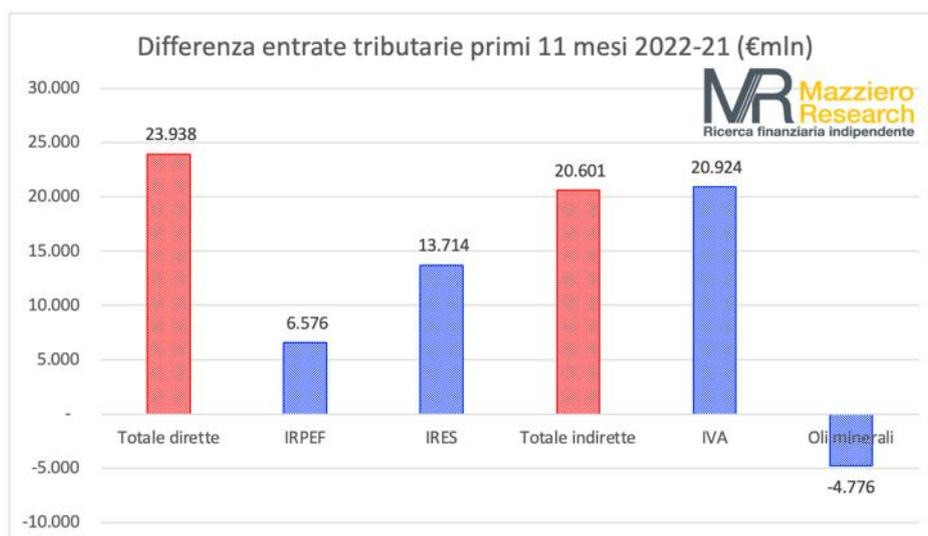


Figura 6: Differenza nelle entrate tributarie 2022-21 nei primi 11 mesi (Elaborazione su dati Ragioneria Generale dello Stato)

Entrate tributarie: continua l'aumento

La **Figura 6** conferma la tendenza, già riportata nei precedenti Osservatori, di aumento delle entrate tributarie; i dati sono disponibili per i primi 11 mesi e non vi saranno sorprese. Lo Stato nel 2022 ha incassato in imposte dirette (Irpef, Ires e sostitutive) quasi 24 miliardi in più rispetto all'anno precedente e oltre 20 miliardi in più di imposte indirette. L'unica voce che vede una contrazione è quella delle imposte sugli oli minerali, con una diminuzione di quasi 5 miliardi a causa della riduzione delle accise.

Malgrado ciò resta un forte divario tra entrate e uscite, come mostra la **Figura 7** relativamente agli ultimi 5 anni. La situazione è senz'altro in miglioramento rispetto ai terribili anni legati alla pandemia (2020-2021), ma ancora molto lontana da una condizione di normalità. Come si può notare, a parte il 2019, l'andamento mostrato nella Figura 7 è simile a quello delle Figure 2, 3 e 4 alle pagine precedenti.

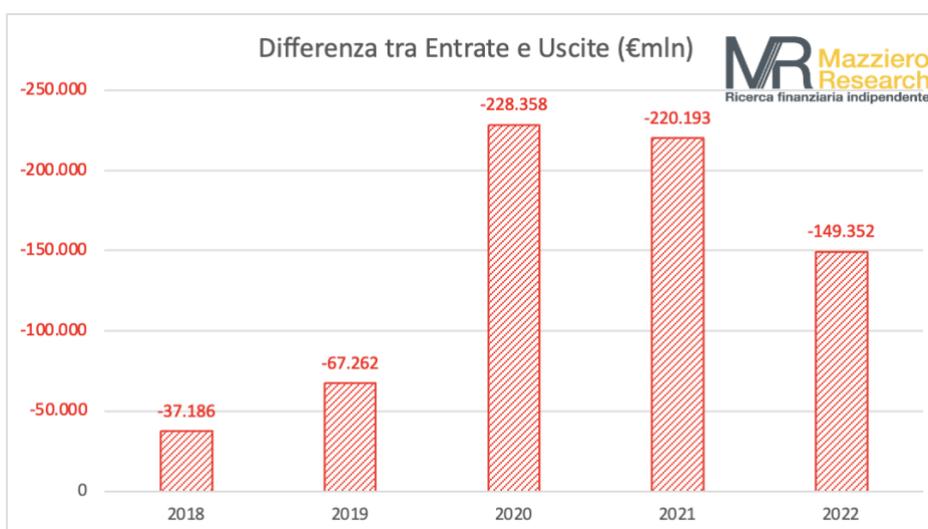
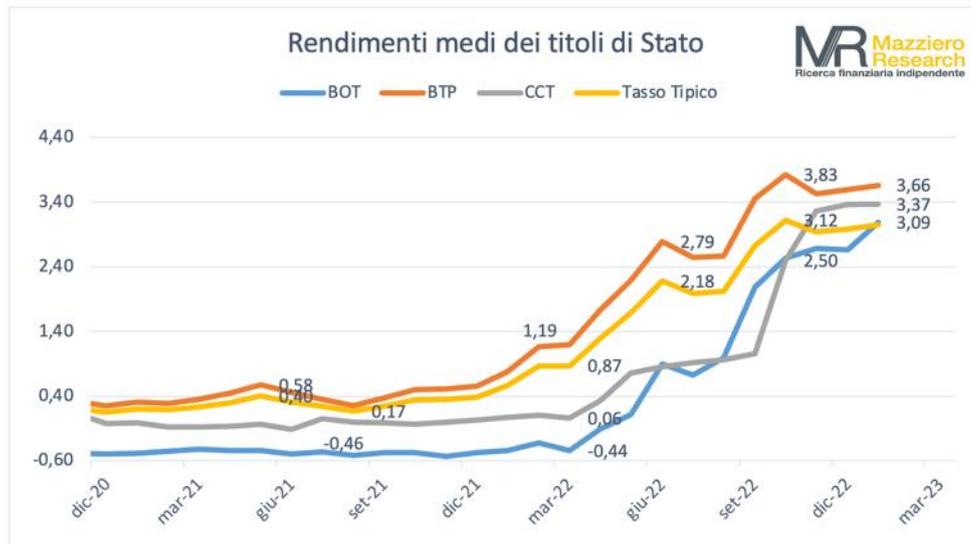


Figura 7: Differenza tra entrate e uscite negli ultimi 5 anni (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Lo stock di Titoli di Stato



*Figura 8: Rendimenti medi dei titoli di Stato
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

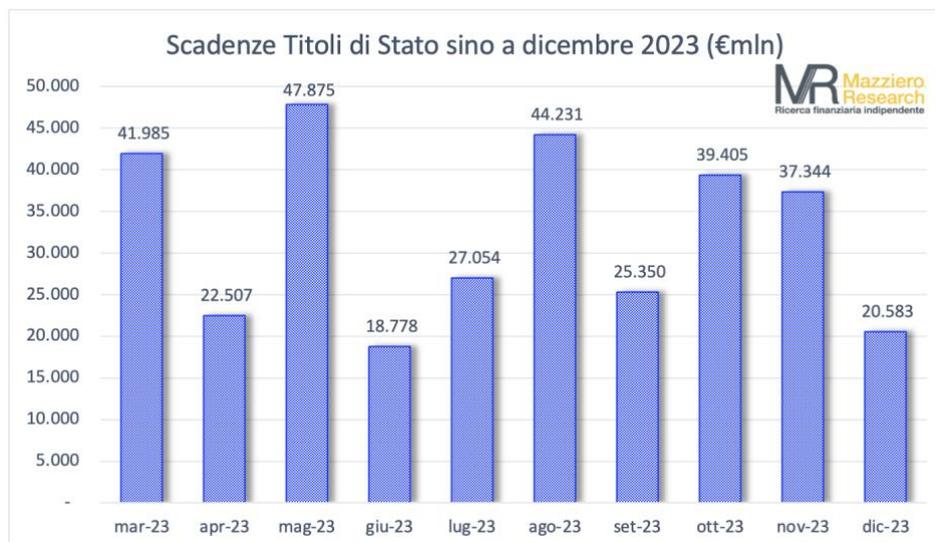
Rendimenti dei Titoli di Stato: la pacchia è finita

La **Figura 8** mostra l'evoluzione dei rendimenti medi dei titoli di Stato, il tasso tipico, in giallo, indica il rendimento medio ponderato per tipologia di emissione. Come si può notare, dopo i forti aumenti BTP e CCT hanno trovato una stabilizzazione, mentre i BOT si trovano ancora in fase crescente.

L'impatto sulla spesa per interessi non si è fatto attendere come si può notare dalla **Figura 9** che evidenzia un aggravio di quasi 20 miliardi nel 2022 rispetto all'anno precedente. Questa spesa è destinata ad ampliarsi sempre di più nei prossimi anni, anche nel caso i rendimenti non subiscano ulteriori aumenti, dato che man mano che andranno in scadenza i titoli di Stato più vecchi, le nuove emissioni si adegueranno ai rendimenti più elevati. Già oggi i rendimenti sono più alti di quelli distribuiti sette anni fa, periodo di tempo che indica la vita media del circolante di titoli di Stato.



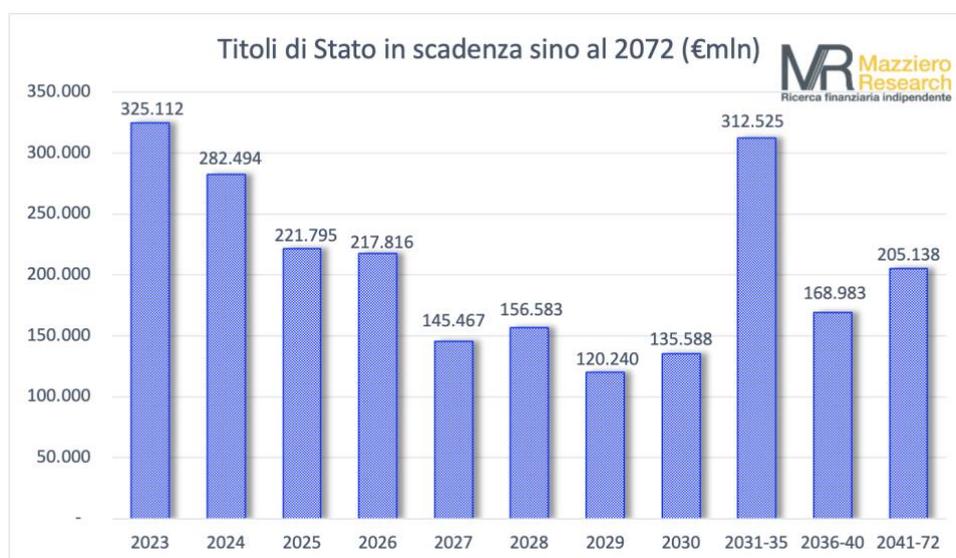
*Figura 9: Spesa per interessi negli ultimi 5 anni
(Elaborazione su dati Istat)*



*Figura 10: Scadenze Titoli di Stato sino a dicembre 2023 (€mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La **Figura 10** riporta l'ammontare dei titoli in scadenza sino a dicembre 2023; come si può notare vi sono mesi piuttosto impegnativi in particolare marzo, maggio e agosto con importi oltre i 40 miliardi. Soprattutto agosto non potrà essere completamente rinnovato, ma generalmente il Tesoro anticipa le emissioni evitando di caricare troppo in un mese poco liquido dal punto di vista finanziario.

Abbastanza in linea con le tendenze già viste negli Osservatori precedenti, la distribuzione delle scadenze sugli anni futuri, riportata nella **Figura 11**. A parte il 2023, che vedrà gradualmente diminuire di importanza, gli anni 2025 e 2026 tenderanno ad avvicinarsi al 2024 e poi si inizierà a osservare la crescita degli importi tra il 2027 e il 2030.



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

Tasso di sconto delle Banche Centrali

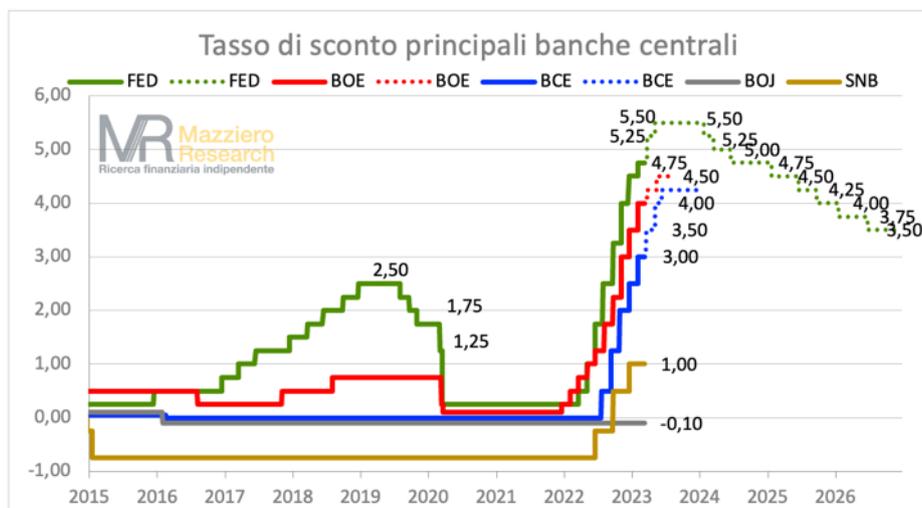


Figura 12: Livello dei tassi delle principali banche centrali e stime (Elaborazione su dati banche centrali e stime Mazziero Research)

BCE ancora aggressiva sui tassi, la FED gela i mercati

La **Tabella 2** riporta i prossimi appuntamenti di politica monetaria di BCE, FED e BOE, mentre la **Figura 12** mostra il livello dei tassi delle varie banche centrali e le stime delle future evoluzioni. Tali stime vengono da noi predisposte in base allo sviluppo dei livelli di inflazione e alle aspettative di mercato.

Per quanto riguarda la FED i dati di inflazione relativi a gennaio sono stati peggiori delle aspettative, con variazioni congiunturali (mese su mese) in aumento; in aumento anche la creazione di nuovi posti di lavoro (+517 mila) ben al di sopra della tendenza discendente degli ultimi mesi. Ciò ha generato una reazione a catena che ha portato il dollaro a rinforzarsi sull'euro, dopo un periodo di indebolimento, le borse a scendere e gli analisti a stimare una nuova accelerazione dei rialzi dei tassi da 0,25% a 0,50%. Questa ipotesi si è rafforzata dopo il discorso di Powell al Senato il 7 marzo e solo un'inflazione in calo insieme a una minore creazione di posti di lavoro potrebbe far ritornare la FED su un paio di rialzi da 0,25%.

Situazione differente nell'Eurozona dove l'inflazione, seppur in calo dai picchi massimi, segna ancora un +8,5% su base annua e mostra ancora segni di rialzo per i beni alimentari, pur con prezzi dell'energia in contrazione. Ne consegue un atteggiamento ancora aggressivo da parte della BCE che dovrebbe alzare i tassi di mezzo punto percentuale durante la riunione di metà marzo.

Prossimi appuntamenti			Tasso attuale	Possibile rialzo	
Giovedì	16 Mar.		BCE	3,00%	0,50% a 3,50%
Mercoledì	22 Mar.		FED	4,75%	0,50% a 5,25%
Giovedì	23 Mar.		BOE	4,00%	0,50% a 4,50%

Tabella 2: Prossimi appuntamenti sui tassi di BCE, FED e BOE (Elaborazione Mazziero Research)

Il Prodotto Interno Lordo

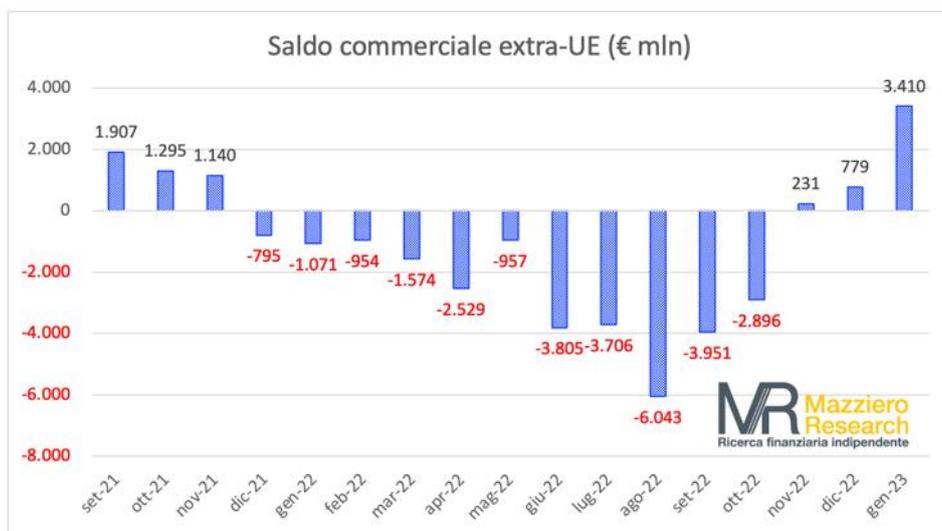


Figura 13: Saldo commerciale extra-UE – dati destagionalizzati (Elaborazione su dati Istat)

Saldo commerciale extra-UE in miglioramento

La **Figura 13** mostra l'andamento del saldo commerciale extra-UE da settembre 2021 a gennaio 2023: come si può notare da dicembre 2021 il saldo era passato in negativo raggiungendo un estremo ad agosto per poi recuperare. La causa di questa dinamica è attribuibile ai forti rincari dei beni energetici, aggravati da un dollaro particolarmente forte; questi due elementi si sono via via mitigati e da novembre si è tornati con un saldo positivo, che indica una prevalenza delle esportazioni rispetto alle importazioni. A livello UE questa dinamica non appare ancora così netta, trovando alternanze di saldi positivi e negativi.

La **Figura 14** riporta invece la produzione industriale che, pur trovandosi un paio di punti percentuali inferiore rispetto ai valori di aprile 2022, continua a mostrare una buona tenuta.

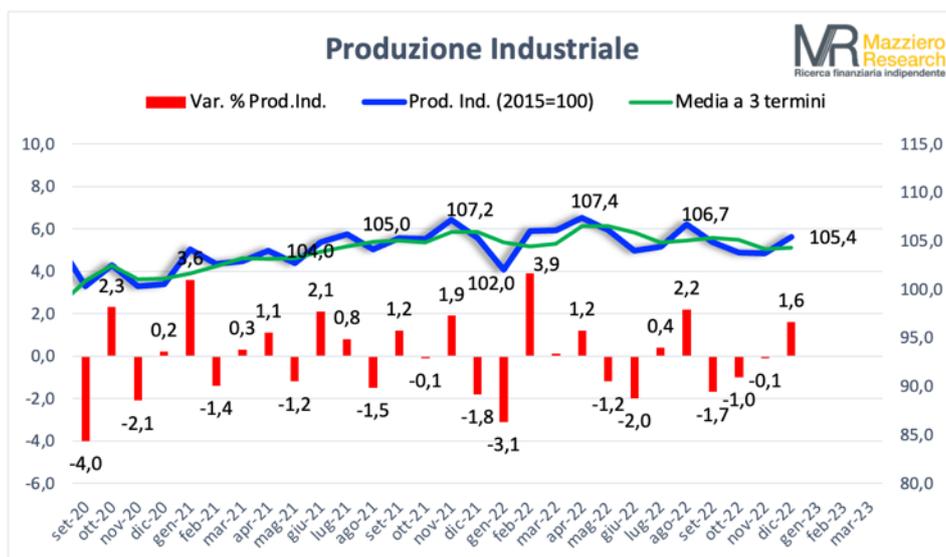


Figura 14: Produzione industriale da settembre 2020 a dicembre 2022 (Elaborazione su dati Istat)

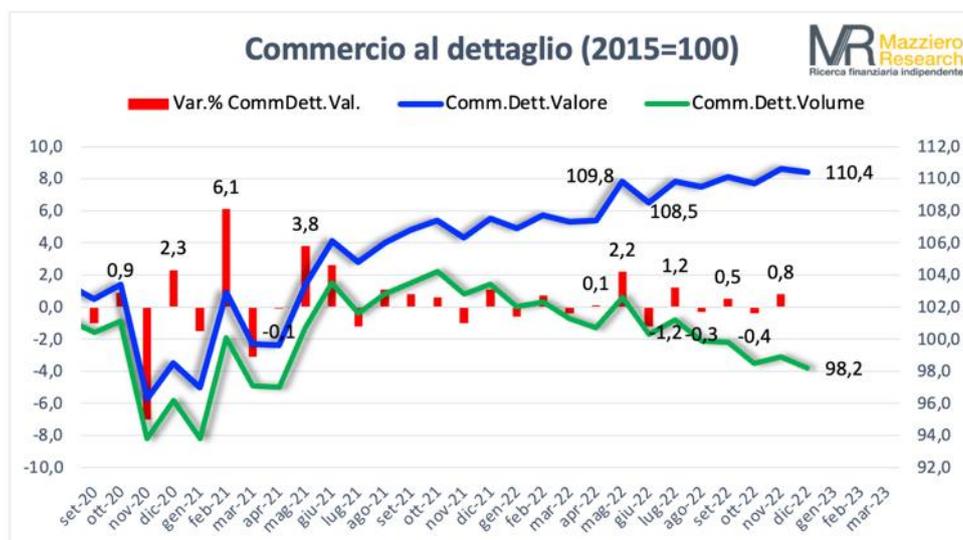


Figura 15: Commercio al dettaglio da settembre 2020 a dicembre 2022 (Elaborazione su dati Istat)

PIL +0,7% nel 2023

La **Figura 15** mostra l'andamento del commercio al dettaglio in termini di valore (linea blu) e di volume (linea verde); come si può notare le due linee hanno ulteriormente ampliato la loro divergenza segno di una spesa dei consumatori sempre più ampia, che si traduce però in un volume di acquisti sempre più inferiore a causa dell'inflazione (si veda anche la sezione dedicata in questo Osservatorio). Apparentemente il rincaro dei prezzi non ha ancora determinato un calo del commercio in termini di valore.

Nella **Tabella 3** indichiamo le nostre stime sul PIL dell'intero anno 2023 e dei singoli trimestri. Dopo il lieve calo del 4° trimestre, stimiamo una leggera ripresa a +0,1% nel 1° trimestre, che dovrebbe continuare anche nel 2° e 3° trimestre con un +0,2% e presentarsi piatta nell'ultimo trimestre. Su base annuale, grazie a una crescita acquisita dal 2022 pari a +0,4%, si avrebbe un aumento del PIL dello 0,7%.

Continueremo ad aggiornare mensilmente queste stime in funzione dell'andamento economico del nostro Paese.



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

Le importazioni di gas

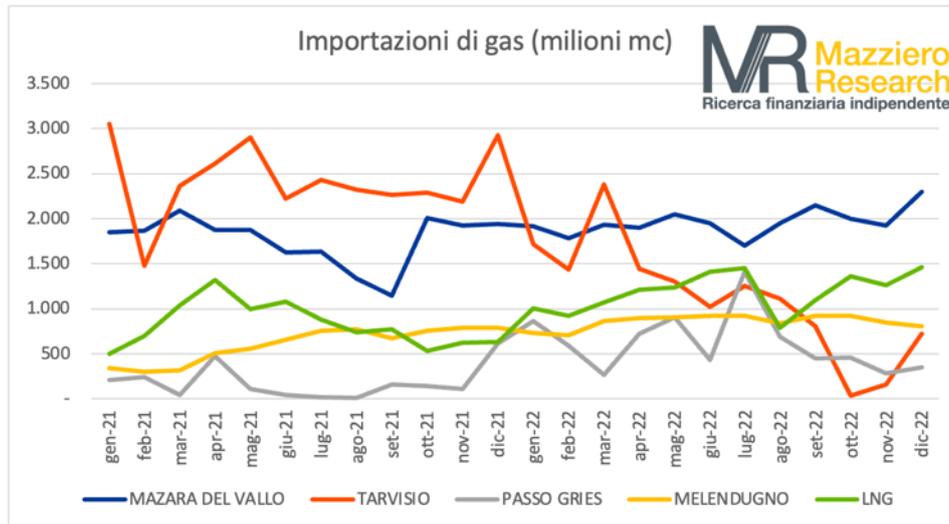


Figura 16: Andamento delle importazioni di gas per direttrice (Elaborazione su dati MISE)

Il fragile equilibrio delle importazioni

La **Figura 16** mostra l'andamento delle importazioni di gas suddivise per direttrice, non viene riportato l'apporto del punto di ingresso di Gela (Libia) per il volume contenuto. Si può notare come l'Algeria (Mazara del Vallo) sia diventata il maggior fornitore e al tempo stesso anche gli arrivi attraverso navi metaniere (LNG) siano in crescita. L'Azerbaijan (Melendugno) sembra non essere in grado di crescere ulteriormente e necessiterebbe investimenti nelle varie stazioni di pompaggio per poterlo fare. L'andamento declinante della Russia (Tarvisio) sembra essersi fermato e vede ultimamente una discreta ripresa, su cui comunque non è possibile fare affidamento.

La **Figura 17** permette di vedere i volumi di importazione cumulativi e si può notare che dopo il forte incremento nei mesi estivi questo appare carente per circa un miliardo e mezzo di metri cubi. La mite stagione invernale ha permesso di non svuotare eccessivamente le scorte, che si trovano ora al 58%, ma al tempo stesso pone un monito su un'attenta attività durante la stagione estiva per tornare a riempire gli stoccaggi e questo lo si potrà fare solamente ampliando la capacità di rigassificazione con navi apposite.

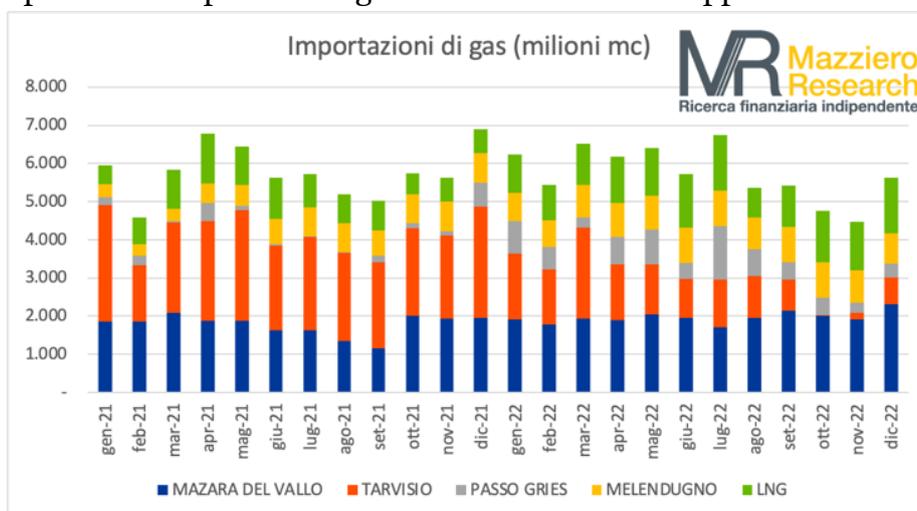


Figura 17: Livello cumulativo delle importazioni di gas (Elaborazione su dati MISE)

L'inflazione

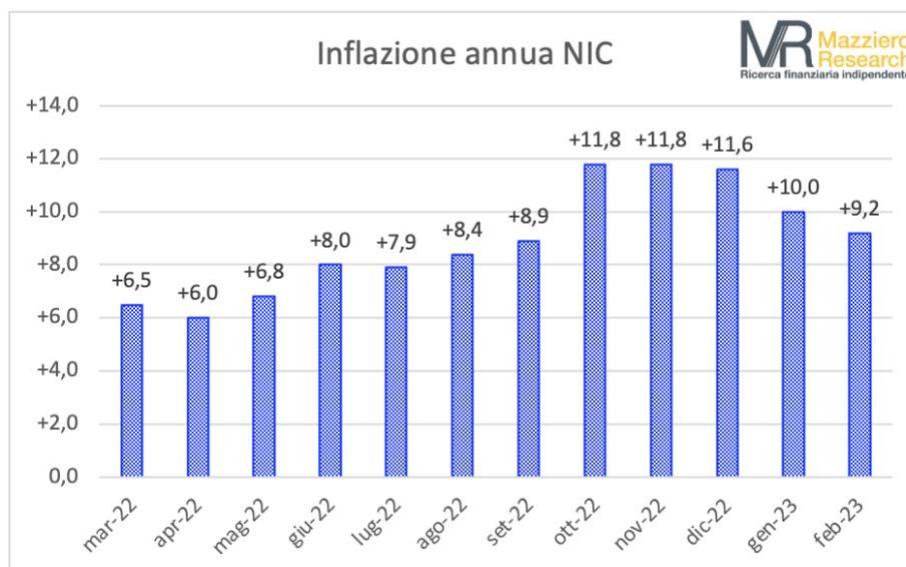


Figura 18: Valori di inflazione dell'indice NIC
(Elaborazione su dati Istat)

L'inflazione scende, ma la componente di fondo sale

Anche nel mese di febbraio l'inflazione su base annua dell'indice NIC ha continuato la sua dinamica discendente (**Figura 18**). Dal massimo dell'11,8% segnato a ottobre e novembre siamo scesi al 9,2%, valore che resta comunque elevato.

Osservando i valori congiunturali, mese su mese, della **Figura 19** è possibile stimare un'ulteriore riduzione dell'inflazione annua a marzo, quando uscirà il valore di +1,0% di marzo 2022. Più difficile invece una diminuzione ad aprile a causa del valore congiunturale di -0,1% ad aprile 2022: per ottenere una riduzione si dovrebbe avere un valore inferiore a -0,1% e ciò appare poco probabile. Dopodiché l'inflazione tornerebbe in calo nei mesi di maggio e giugno, con una successiva stabilizzazione.

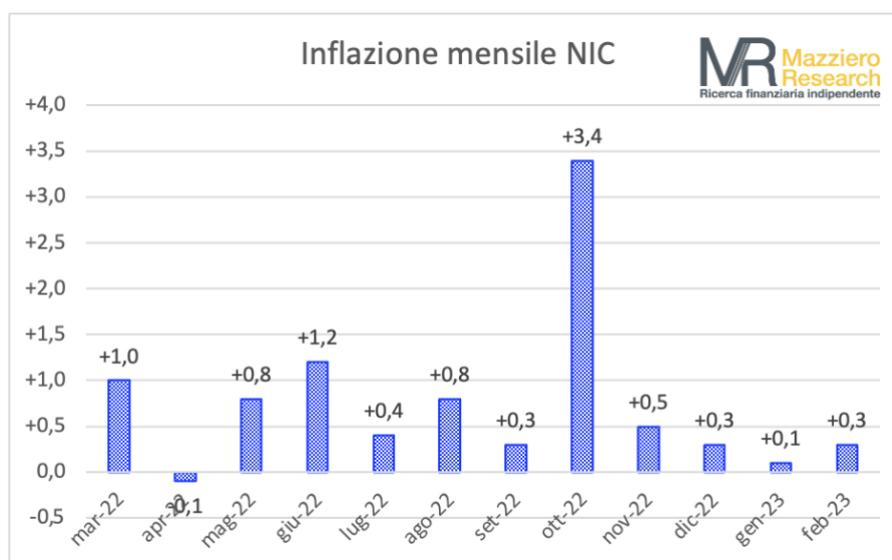
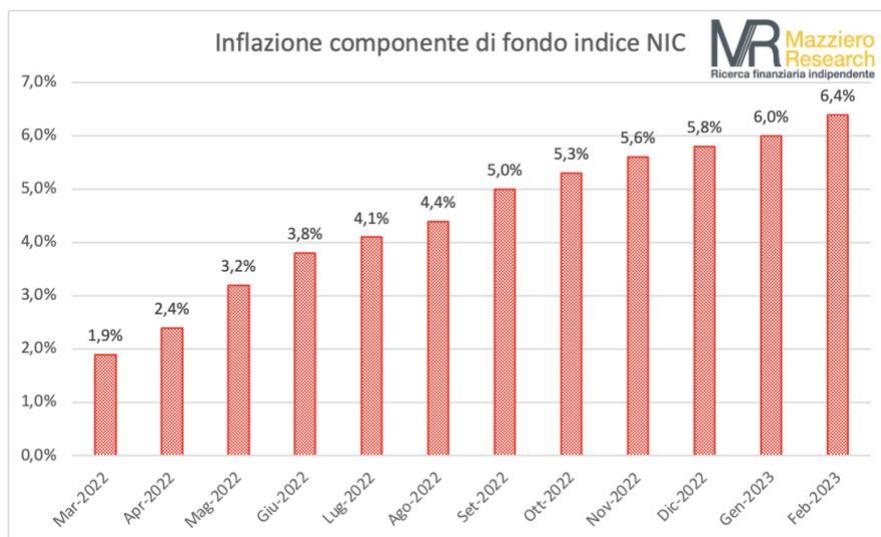


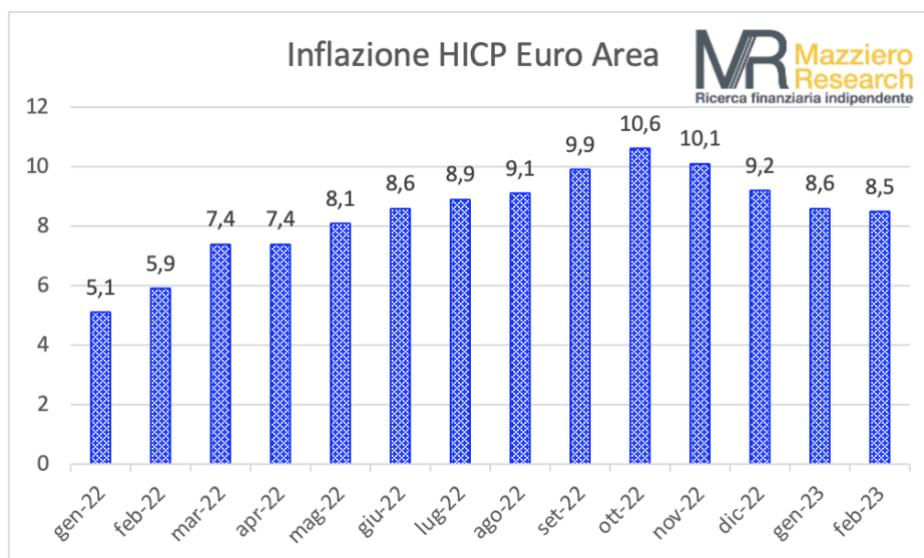
Figura 19: Variazioni mensili dell'indice NIC
(Elaborazione su dati Istat)



*Figura 20: Inflazione componente di fondo indice NIC
(Elaborazione su dati Istat)*

La **Figura 20** riporta la componente di fondo dell'inflazione NIC, cioè l'indice NIC generale al netto dei beni energetici ed alimentari. Come si può notare, l'andamento continua a segnare nuovi massimi con incrementi anche abbastanza ampi. Ciò significa che l'inflazione tende a entrare sempre più in profondità nel tessuto economico con il rischio di innescare meccanismi autoalimentanti.

La **Figura 21** riporta l'andamento dell'inflazione HICP (l'indice armonizzato che consente un confronto fra Paesi) nell'Euro Area. Dopo il massimo di ottobre al 10,6% l'inflazione su base annua sta gradualmente scendendo e si trova all'8,5%. Fra i maggiori Paesi dell'Eurozona la Germania segna un'inflazione stabile all'8,7%, mentre Francia e Spagna rispettivamente al 6,2 e 6,1% vedono un aumento rispetto alla lettura del mese precedente. Quindi luci e ombre nell'andamento dell'inflazione in Europa, aspetto che spinge la BCE a mantenersi ancora aggressiva sul lato dei tassi (si veda la sezione relativa in questo Osservatorio).



*Figura 21: Inflazione HICP nell'Euro Area
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Il mercato del lavoro

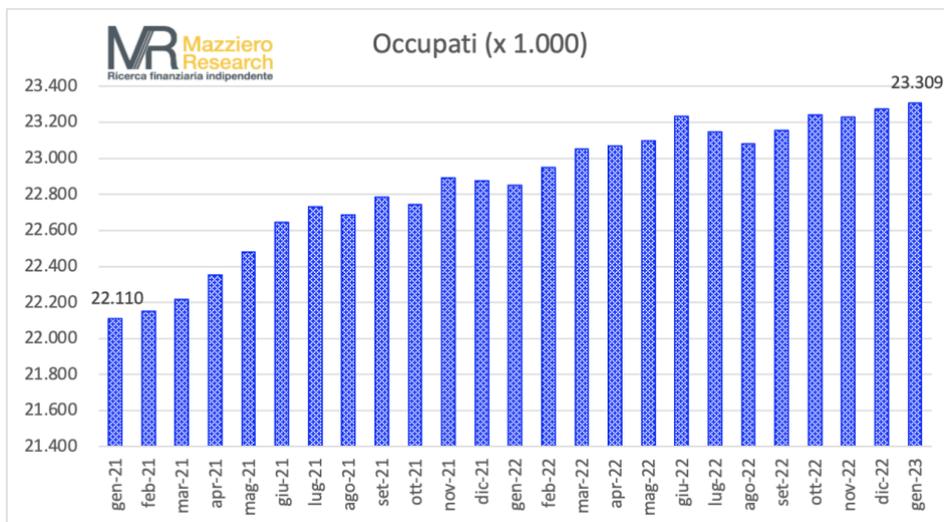


Figura 22: Occupati da gennaio 2021 a gennaio 2023
(Elaborazione su dati Istat)

Sempre più occupati

La **Figura 22** riporta l'andamento degli occupati, il grafico parla da solo e vede un aumento di oltre un milione di posti di lavoro da gennaio 2021. Nel 4° trimestre del 2022 gli occupati sono aumentati di 118 mila unità, e nel solo mese di gennaio di quest'anno i posti di lavoro sono cresciuti di 35 mila unità.

La **Figura 23** mostra invece la misura dei disoccupati: diminuiti da gennaio 2021 di quasi mezzo milione; nel 4° trimestre del 2022 sono scesi di 22 mila unità, mentre gennaio di quest'anno ha mostrato un'inversione di tendenza con un aumento di 33 mila unità.

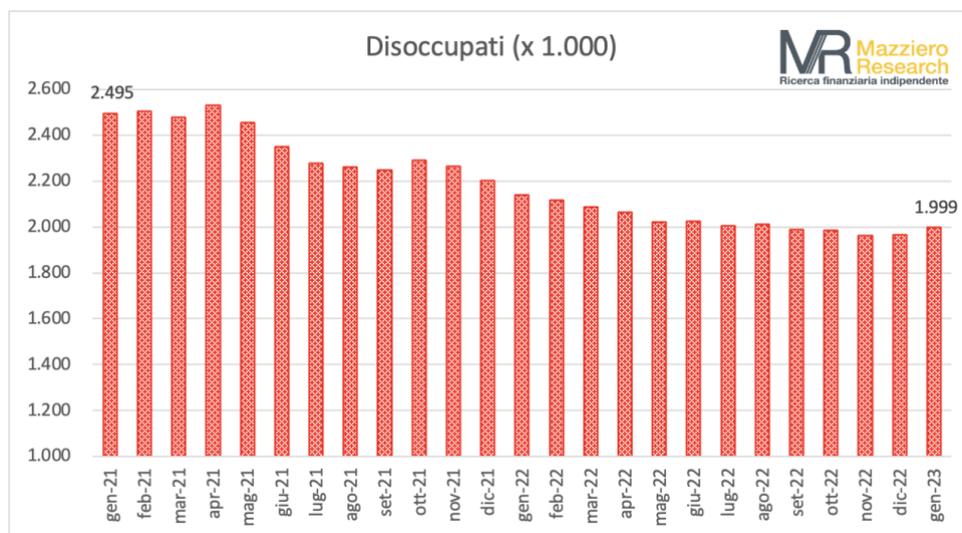


Figura 23: Disoccupati da gennaio 2021 a gennaio 2023
(Elaborazione su dati Istat)

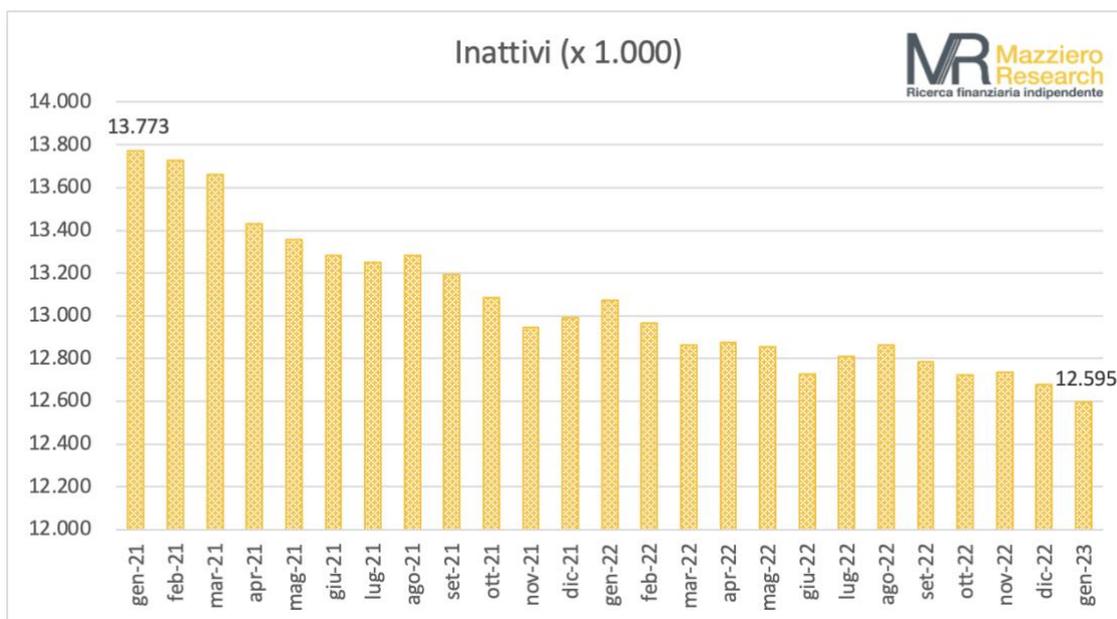


Figura 24: Inattivi da gennaio 2021 a gennaio 2023
(Elaborazione su dati Istat)

Per avere una chiara dinamica dell'andamento di occupati e disoccupati occorre anche considerare gli inattivi, cioè coloro che non effettuano ricerche di posti di lavoro e quindi non entrano a far parte delle forze di lavoro. La **Figura 24** mostra la dinamica relativa agli inattivi da gennaio 2021 e vede una contrazione di quasi 1,2 milioni di unità. Nel 4° trimestre del 2022 gli inattivi sono scesi di 74 mila unità, mentre la riduzione nel solo mese di gennaio di quest'anno è stata di 83 mila unità.

Piuttosto stabile negli ultimi mesi il monte ore autorizzate di cassa integrazione: di poco superiori a 40 milioni (**Figura 25**). Siamo comunque di fronte a valori ben inferiori ai 132 milioni di ore di gennaio 2021 e ai picchi massimi registrati a marzo e giugno 2021. Il valore più basso del biennio 2021-22 è stato segnato nell'agosto scorso con 20,6 milioni di ore autorizzate.

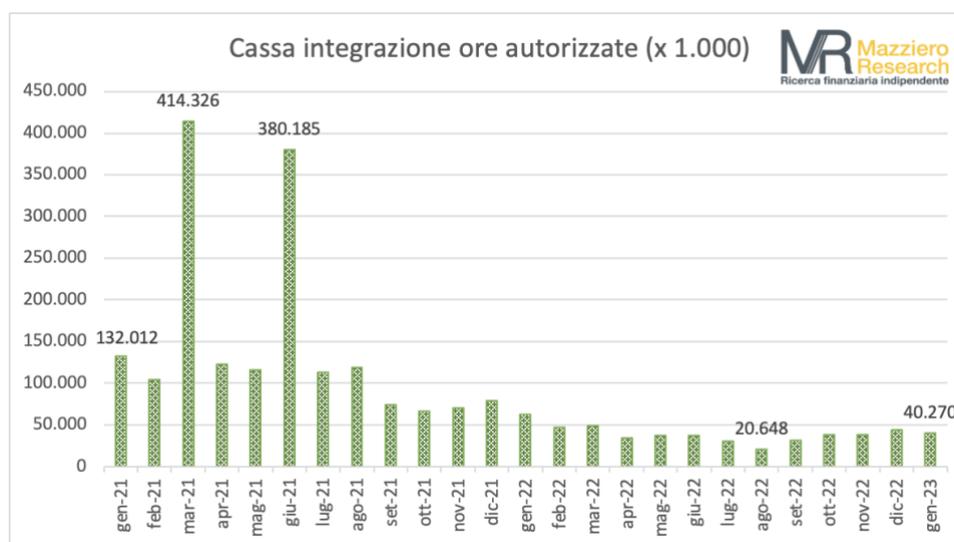


Figura 25: Cassa Integrazione da gennaio 2021 a gennaio 2023
(Elaborazione su dati INPS)

Approfondimenti

Il 20% del PIL a servizio dell'INPS è troppo

(Il commento)
di *Andrew Lawford, CFA*

Il tema delle pensioni non è nuovo per questo osservatorio ed è per buoni motivi che ci si ritorna con una certa cadenza. L'INPS è tra gli istituti più importanti dell'Italia perché si trova al crocevia tra i trend demografici, i conti pubblici, le promesse fatte dai governi passati e lo squilibrio tra la popolazione dei pensionati e quello dei lavoratori attuali e futuri. Sì, anche, e forse soprattutto quelli futuri, perché saranno coloro che, in ultima istanza, dovranno provvedere a finanziare l'Italia e a tirarci fuori dal buco in cui oggi ci troviamo. Ricordo, se ce ne fosse bisogno, che l'INPS non è altro che una fabbrica di salsicce: le salsicce che escono (ovvero le pensioni ed altre prestazioni pagate) sono sempre uguali al materiale che entra: non esiste una sua dotazione patrimoniale per far fronte agli impegni assunti.

Prima di offrire qualche opinione al riguardo del sistema pensionistico, è utile ripassare alcuni numeri:

Fra la nostra popolazione residente appena al di sotto di 60 milioni di persone, si trovano circa 22,9 milioni di lavoratori e circa 15,1 milioni di pensionati. Il totale dei pensionati è più alto per circa 360 mila persone rispetto a quello dei pensionati residenti per via del fatto che una fetta tra il 2 e il 2,5% di coloro che ricevono una pensione italiana risiede all'estero (parleremo di loro più avanti).¹

¹ In tutti i casi abbiamo usato gli ultimi dati resi disponibili, che potrà quindi comportare un confronto tra dati di anni diversi. Tuttavia, lo scopo di questo commento è di dare l'idea delle dimensioni del problema, non di fornire dati precisi al centesimo.

Il totale delle uscite dalle casse dell'INPS è di circa €375 miliardi l'anno, a fronte di un gettito contributivo di appena €225 miliardi (ovvero il 60% del totale), con la parte restante che viene coperta dal governo tramite il trasferimento di fondi proveniente dagli altri introiti. È vero che tra le uscite dell'INPS ci sono anche circa €100 miliardi di prestazioni che non hanno nulla a che vedere con il vero concetto di "pensione". Ma del resto, se ci troviamo in questa situazione è perché da sempre manca la giusta attenzione al nesso tra i contributi versati e le prestazioni pagate. Infatti, la linea tra le pensioni e l'assistenza è piuttosto sottile in molti casi, e come si leggerà in seguito, fare sparire del tutto questa distinzione potrebbe essere una sana idea.

È comunque inevitabile la conclusione che il vero peso della previdenza ed assistenza sociale su chi lavora è in realtà molto più alto rispetto a ciò che appare nella contabilità di chi versa i contributi, perché una buona parte delle altre imposte va a colmare il gap evidente tra i contributi versati e le uscite effettive dell'INPS.

È anche importante considerare il significato di quei €375 miliardi nel contesto dell'economia italiana: rappresentano circa il 20% del nostro PIL! Con la popolazione dei lavoratori in calo e quella dei pensionati in aumento, ci vorrebbe un incremento della produttività senza paragoni per fare quadrare i conti se non facciamo qualche cambiamento radicale al sistema previdenziale attuale.

Anche se sembra evidente che il sistema così com'è non può reggere nel contesto demografico italiano, non ci sono molti segni che la previdenza complementare riuscirà a risolvere il problema. I dati rilasciati recentemente dalla COVIP indicano risorse totali destinate ai sistemi complementari di appena €205 miliardi e contributi annui per €13,8 miliardi; possono sembrare numeri importanti, ma se raffrontati con quelli dell'INPS ci si rende conto della goccia nell'oceano che rappresentano nel contesto previdenziale italiano. Del resto, come si può pensare che i lavoratori che già sono obbligati a contribuire percentuali schiaccianti (generalmente tra il 25 - 35%) della loro retribuzione lorda al sistema pubblico trovino anche spazio nei loro budget per versamenti complementari, perlopiù senza incentivi fiscali particolarmente interessanti?

Se guardiamo il tema delle pensioni pubbliche con una certa lungimiranza e senza essere radicati alle promesse irresponsabili del passato, bisogna ammettere che in fondo si tratta di una questione di coesione ed equilibrio sociale. Una parte importante della popolazione italiana ha bisogno di ricevere una pensione non tanto per godersi gli anni d'oro dopo che hanno smesso di lavorare, ma quanto per sopravvivere quando

giungono in un'età in cui molti non potrebbero lavorare neanche se volessero. Che ci debba essere una rete di sicurezza per chi ne ha veramente bisogno è un caposaldo della nostra civiltà. Che lo stato debba provvedere a garantire una pensione a tutti, tarata coi metodi utilizzati per la stragrande maggioranza dei pensionati attuali, però, è tutta un'altra questione.

Se vogliamo immaginare un sistema diverso, si potrebbe prendere spunto dal sistema britannico. Certamente, a livello fiscale, questa nazione ha diversi problemi, ma il loro sistema pensionistico è giudicato nettamente più sostenibile rispetto a quello italiano (secondo il Mercer CFA Institute Global Pension Index). Nel Regno Unito, un lavoratore versa il 12% della propria retribuzione lorda (per stipendi fino a circa €50 mila l'anno, dopodiché l'aliquota scende al 2%) a titolo di contributo previdenziale, per maturare una pensione pubblica che oggi si aggira intorno a €11 mila l'anno, senza distinzione tra operaio e dirigente. Nel contempo, trova un forte incentivo a costituire una previdenza complementare che permette di accumulare un patrimonio importante durante la vita lavorativa. Le regole del sistema complementare, con la sua fiscalità incentivante insieme ad una vigilanza che offre una buona tutela, hanno creato il contesto giusto per una previdenza che funziona, senza un aggravio enorme per le casse dello stato.

Nel caso italiano, da dove si potrebbe iniziare il lavoro di rendere il sistema sostenibile? Vediamo qualche possibile passo in questa direzione:

- Un limite massimo sul trattamento pensionistico pubblico;
- Introdurre il “means-testing”, ovvero il taglio delle pensioni a chi detiene un patrimonio sufficiente per mantenersi nella vecchiaia;
- Pagare le pensioni pubbliche esclusivamente a chi risiede in Italia (in questo contesto è da considerare che le pensioni pubbliche pagate ai non-residenti tipicamente non scontano le imposte in Italia in virtù degli accordi contro la doppia tassazione tra l'Italia e molte altre nazioni. In più, queste pensioni vengono spese all'estero, mentre quasi tutte le pensioni pagate ai residenti rientrano poi nell'economia domestica. Per quanto si parli male del reddito e pensione di cittadinanza, è probabile che le pensioni pagate ai non residenti costino molto di più all'Italia senza generare alcun beneficio per la nazione);
- Abbassare il più possibile le aliquote contributive, incentivando nel contempo le forme pensionistiche complementari.

Certo, queste proposte (a parte l'ultimo punto, naturalmente), costituirebbero un suicidio politico per chiunque cercasse di promuoverle, ma se almeno possiamo essere d'accordo che una cosa insostenibile non potrà continuare per sempre, sarebbe senz'altro meglio occuparsene per tempo. Temo, piuttosto, che la strada più probabile sia quella di arrivare in fondo al nostro attuale vicolo cieco prima di lasciare la gestione di una crisi all'ennesimo governo tecnico. Non sostengo che le mie proposte rappresentino le uniche possibilità che abbiamo, ma certo dovremmo tenere una discussione onesta, mettendo tutte le carte sul tavolo e pianificando un futuro che garantisca il giusto equilibrio a tutte le fasce della popolazione.

Blanchard, Visco e l'inflazione causata dalle imprese. *Perché il conflitto distributivo e la politica monetaria non sono la soluzione*

(Note economiche)
di Gabriele Serafini

1. Introduzione.

In un recente intervento su *Twitter*,¹ Olivier Blanchard, l'economista autore del manuale di macroeconomia *best seller* nel mondo,² riassume la natura generale dell'inflazione, oltre le cause contingenti dei prezzi energetici.

Egli afferma che l'inflazione è “il risultato del conflitto distributivo”, fra imprese, lavoratori, e contribuenti. Questi ultimi, in particolare, sono coinvolti perché lo Stato può giocare un ruolo mediante la politica fiscale che permette di redistribuire le risorse o di erogare sussidi. Tuttavia, mentre le istituzioni pubbliche avrebbero un ruolo nella conclusione dell'inflazione e nella stabilizzazione dei prezzi, Blanchard ritiene che l'inflazione sia proprio dovuta al conflitto fra imprese e lavoratori³ che solo una manovra di politica monetaria restrittiva potrà sedare. Il motivo è presto detto: “nel mercato del lavoro, i lavoratori possono trovarsi in una posizione più forte, per contrattare salari più alti, dati i prezzi. Ma, nel mercato dei beni, le imprese possono a loro volta trovarsi in una posizione di forza per incrementare i prezzi, dati i salari.” Questa posizione è ampiamente condivisa, anche a livello politico oltre che economico, e fa parte dell'impianto della spiegazione della macroeconomia che l'Autore impiega nel richiamato manuale. Essa costituisce, inoltre, l'impostazione che stimola le azioni restrittive della Banca Centrale Europea e che frena l'avvio di rivendicazioni salariali da parte dei sindacati dei lavoratori e dei partiti politici.

L'origine dell'inflazione odierna, anche da Blanchard, è quindi ricondotta ai prezzi dell'energia; tuttavia, a partire da quel dato, le imprese hanno

¹ Si tratta di 8 tweet del 31 dicembre 2022, postati sul profilo @ojblanchard1, numerati in sequenza. Le citazioni in Italiano sono una nostra traduzione dagli originali in Inglese.

² Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F. (2021). *Macroeconomia*. Bologna: il Mulino.

³ Del resto i contribuenti appartengono ad entrambe le categorie.

incrementato i prezzi, come riflesso dei maggiori costi, mentre i lavoratori, volendo resistere alla diminuzione del salario reale, sarebbero inclini a richiedere maggiori salari.⁴ In questo modo, l'eventuale perdurare dell'inflazione sarebbe da ricondurre a un conflitto distributivo, indipendentemente dalla causa originaria.

Certamente, si afferma, lo Stato potrebbe giocare diversi ruoli, tramite la politica fiscale. Potrebbe intervenire sui costi dell'energia, erogare sussidi, limitare la riduzione dei salari reali e la pressione sui salari nominali. Tali ruoli dipendono dalle capacità di accordo fra i vari attori; "tuttavia", come scrive Blanchard, "questo richiede più di quanto possiamo sperare di ottenere e semplicemente non accade". Per questo motivo, a suo modo di vedere "alla fine [...] la stabilizzazione dell'inflazione viene lasciata alla politica monetaria".

Appreziamo la sintesi e la semplificazione, necessarie per poter cercare di cogliere in 8 *tweet*, gli elementi essenziali di una tesi economica. Contestiamo invece la causa dell'inflazione, che Blanchard riconduce a un conflitto distributivo, e la soluzione che, ancorché in maniera inefficiente, egli ritiene si potrà trovare nella politica monetaria. Procediamo per passi.

2. Il supposto conflitto distributivo.

Lo schema di Blanchard è noto: da un lato vi sono i lavoratori in grado di ottenere aumenti salariali, mentre, dall'altro, vi sono le imprese in grado di aumentare i prezzi, nel mercato dei prodotti. Per spiegare la causa dell'inflazione, si ipotizzano due sequenze che terminano con lo stesso risultato: se le imprese aumentano i prezzi e i lavoratori rispondono aumentando i salari o, viceversa, se i lavoratori ottengono incrementi salariali e le imprese rispondono aumentando i prezzi, aumenta comunque il livello dei prezzi.

Così, di fronte a queste sequenze, si ritiene che il legame fra i comportamenti di questi due soggetti comporti necessariamente l'inflazione, se non c'è un accordo sulla distribuzione dei redditi, ossia sui redditi relativi dei lavoratori e delle imprese.⁵

⁴ Questo sta accadendo nel Regno Unito ma per ora non sta accadendo in Italia.

⁵ Questo, ovviamente, rievoca la spirale prezzi-salari, già vissuta per una parte degli anni 70 del Novecento, e che avrebbe portato al perdurare dell'inflazione. Nel modello di Blanchard, lo ricordiamo, si determina un equilibrio, ossia un certo importo delle variabili che non è

Per verificare se l'inflazione sia effettivamente dovuta a un tale conflitto distributivo, riteniamo utile introdurre un analogo ragionamento sequenziale, nel quale, tuttavia, ad un aumento dei prezzi o dei salari, *non* consegua, rispettivamente, un aumento dei salari o dei prezzi.

In un primo caso, se ipotizziamo che le imprese aumentino i prezzi, e i lavoratori non aumentino i salari, si ottiene un aumento dei prezzi e una riduzione del potere d'acquisto dei soli lavoratori. Viceversa, se i lavoratori ottengono un aumento dei salari ma le imprese non aumentano i prezzi, la sequenza *non* porta ad un aumento dei prezzi, e si realizza una redistribuzione dei redditi a favore dei lavoratori, con una riduzione dei profitti reali conseguiti dagli imprenditori.

Con queste sequenze comportamentali inverse, quindi, un'azione riuscita di uno dei due soggetti economici determina una riduzione del reddito dell'altro soggetto. Tuttavia, nel caso in cui i lavoratori aumentassero i propri salari nominali e le imprese non aumentassero i prezzi dei prodotti, ossia nella quarta ipotesi di comportamento, questa variazione relativa dei redditi non sarebbe accompagnata dall'inflazione. Ossia: il conflitto distributivo permanerebbe sempre, in tutte le quattro ipotesi, ma in una di esse, e precisamente in quella in cui i lavoratori ottengono incrementi salariali nominali e le imprese non aumentano i prezzi dei prodotti, ovviamente, non vi sarebbe la creazione di inflazione.

Da un punto di vista logico, questa sequenza indica che il conflitto distributivo non causa necessariamente l'inflazione, anche se non nega ancora che l'inflazione non possa essere determinata che da un conflitto distributivo. Per fare questo passo ulteriore, è però sufficiente considerare, banalmente, che l'inflazione registra l'aumento dei prezzi stabiliti dalle imprese per non subire una eventuale diminuzione dei profitti dovuta a un aumento dei costi. Proprio questo, quindi, implica che l'inflazione sia la risposta delle imprese a un aumento dei loro costi, anche di origine non salariale, come del resto accaduto per il tipo di inflazione che stiamo vivendo dalla fine del 2021.

Per tale motivo, quindi, e contrariamente a quanto lo stesso Blanchard afferma, alla base del perdurare dell'inflazione non vi è necessariamente un conflitto distributivo ma il potere delle imprese di determinare i prezzi dei

destinato a cambiare, quando i prezzi dei prodotti stabiliti dalle imprese determinano un salario reale che soddisfa anche i lavoratori.

prodotti mediante una azione (macroeconomica) finalizzata al conseguimento di un certo margine di profitto, rispetto a tutti i costi sostenuti; anche quelli non salariali. Dato che il profitto delle imprese deriva dal loro potere sui prezzi, il profitto è infatti dato dall'importo che rimane agli imprenditori dopo aver sostenuto i costi e la remunerazione dei fattori produttivi. Possiamo quindi affermare, non solo che alla base dell'inflazione non ci sia necessariamente un conflitto distributivo, ma anche che il perdurare dell'inflazione non sia affatto dovuto a un conflitto distributivo; ⁶ ciò in quanto, anche nella stessa descrizione espressa da Blanchard, il sistema economico non è caratterizzato da un certo potere contrastato da un analogo potere. In esso, le imprese decidono i prezzi dei prodotti mentre i lavoratori contrattano il salario nominale con le imprese. L'inflazione misura quindi l'azione delle imprese per mantenere i propri profitti. Non siamo in un sistema economico con soggetti di pari potere ma in un sistema economico guidato dalle imprese. È bene chiarire subito che, in quanto le imprese hanno il potere di determinazione dei prezzi, esse hanno quindi il potere di stabilire il valore reale delle variabili, compreso il salario, anche se non necessariamente e immediatamente il valore relativo del fattore lavoro, ad esempio, rispetto al fattore capitale. Il valore relativo dei fattori produttivi, infatti, dipende anche dalla tecnologia impiegata dalle imprese e quindi dalla produttività di ciascun fattore rispetto agli altri fattori. C'è tuttavia un collegamento fra il valore reale dei fattori e quello relativo.

3. Profitto e produttività dei fattori

Gli imprenditori hanno un potere immediato sul prodotto da vendere, perché è un *proprio* prodotto. I lavoratori, invece, non hanno lo stesso potere perché la forza lavoro salariata è una forza che necessita di un imprenditore per poter essere considerata un fattore produttivo, ed essere connessa con gli altri elementi per creare un prodotto di proprietà dell'imprenditore.

⁶ Alcuni confondono il conflitto distributivo con la lotta di classe. La lotta di classe è però una ipotesi di dinamica della storia, per la quale la società sarebbe guidata, in un'epoca, da una classe, che poi causerebbe il proprio superamento e la guida da parte della classe successiva. La lotta di classe, cioè, non è un conflitto distributivo; una lotta fra due soggetti con simili poteri e per un medesimo interesse. È la lotta fra due soggetti con diversi poteri e interessi differenti, che si sviluppa in seno alla società in conseguenza dello svolgimento dei rapporti economici nel corso della storia.

Anche se vi sono particolari lavoratori in grado di incidere sul proprio salario nominale senza causare una crescita dei prezzi, ciò accade perché, e sino a quando, si tratti di una porzione del costo totale del fattore lavoro, tale da non stimolare l'azione delle imprese verso un aumento dei prezzi. Per la maggior parte dei lavoratori, invece, la determinazione del salario riguarda solo il salario nominale e non quello reale. Questo, tuttavia, non esclude che un rincaro del fattore lavoro possa intervenire rispetto al fattore capitale e quindi, in caso di un certo grado di sostituibilità fra fattori, possa causare un aumento della disoccupazione.⁷

Nel lasso di tempo durante il quale fronteggiano costi del lavoro maggiori, infatti, le imprese possono contemporaneamente cercare di aumentare la produttività del fattore lavoro per una variazione tendenzialmente positiva dei profitti totali, ma questo impegno può comunque accompagnarsi a una riduzione dell'impiego del fattore lavoro, evidentemente a favore del fattore capitale.⁸ Questo elemento della sostituibilità fra i fattori, è alla base del modello del mercato del lavoro sostenuto dalla gran parte degli economisti e condiviso dall'impostazione di Blanchard. Esso è uno degli elementi centrali della teoria economica odierna, che suggerisce ai lavoratori l'opportunità di un'acquiescenza rispetto ai valori reali delle variabili stabiliti dalle imprese,

⁷ In caso di ridotta sostituibilità, se l'aumento dei salari precede l'aumento dei prezzi, durante l'arco di tempo che precede l'aumento dei prezzi le imprese possono subire una diminuzione dei profitti. Esse tenderanno però a contrastare questo fenomeno mediante un aumento dei prezzi, che gli potrà permettere un aumento dei profitti in caso di domanda sufficientemente rigida. Ricordiamo che, secondo la teoria microeconomica (Impicciatore, G. (1998). Introduzione alla moderna microeconomia. Padova: CEDAM), nei mercati non perfettamente concorrenziali le imprese massimizzano il profitto, ossia agiscono razionalmente, se collocano la produzione a un livello in cui la domanda è elastica. La rigidità della domanda potrebbe tuttavia caratterizzare un punto nel quale le imprese collocano comunque la propria produzione, anche se non economicamente razionale, perché in concomitanza di quel punto esse possono conseguire un saggio di profitto ritenuto, in ogni caso, soddisfacente. La soddisfazione relativa a un certo saggio di profitto, infatti, come ci insegna Alfred Marshall, non consegue direttamente e solamente dal raggiungimento del punto di massimizzazione del profitto, potendo essere dettata, nella realtà economica, da molteplici fattori che condizionano la razionalità, aggiungiamo noi, determinandola storicamente.

⁸ Non si può tuttavia non considerare che gli elementi che costituiscono il capitale sono dei prodotti e quindi che anche i costi del capitale sono prezzi stabiliti dalle imprese. Ovviamente da una porzione di esse, esattamente come una porzione di esse è costituita dalle imprese che acquistano tali elementi e che in base ai prezzi degli elementi del capitale, stabiliscono i propri prezzi a valle. Questo significa che, all'interno del settore delle imprese, un aumento della produttività del fattore lavoro che ne riduca il costo relativo rispetto al capitale, produce effetti contrastanti. Essa, da un lato induce una riduzione dei ricavi da vendita, per quella parte del settore di imprese che produce beni intermedi. Dall'altra, un incremento della produttività del fattore lavoro può comportare un incremento della domanda di capitale, in quanto una pari quantità di fattore lavoro impiegherà una maggiore quantità di fattore capitale.

evitando di aggiungere al problema dell'incapacità di determinare comunque il salario reale, anche quello di aumentare la disoccupazione.⁹

Ecco allora che gli economisti, come soluzione a questa catena di eventi, e per favorire un miglioramento contestuale della situazione dei lavoratori e delle imprese, sono soliti spingere per un aumento della produttività dei lavoratori, nella convinzione che essa possa determinare un aumento dei salari reali, in quanto possibilmente legati all'andamento della produttività.

Un esito positivo della sequenza dovrebbe quindi prevedere, in questo caso, un iniziale aumento dei prezzi e una riduzione dei salari reali, con un successivo aumento della produttività dei lavoratori per poter, da un lato, recuperare il salario e il potere d'acquisto rispetto ai prezzi dei prodotti e, dall'altro, permettere una riduzione degli altri costi sostenuti dalle imprese, migliorandone i margini di profitto.

Non bisogna dimenticare che una tale sequenza, suggerita, non da ultimo, anche dal governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco,¹⁰ implica che un incremento della produttività messa in campo dai lavoratori, riducendo il costo del lavoro per unità di prodotto, possa trasformarsi in un aumento dei salari in virtù dei maggiori margini di profitto che tale incremento di produttività del lavoro riesce a garantire alle imprese, senza incidere negativamente sui livelli di impiego del fattore lavoro.

In un sistema in cui i salari nominali sono stabiliti mediante un rapporto fra lavoratori e imprese, un incremento della produttività potrebbe, in effetti, concedere spazi di incrementi retributivi da parte delle imprese.

Bisogna tuttavia ricordare che, anche se il primo passo in tale direzione riguarderebbe la negoziazione del salario nominale, non di quello reale, tuttavia, la distribuzione del valore aggiunto disponibile per effetto dell'incremento della produttività, ossia il rapporto fra i costi, i salari e profitti, si stabilisce in funzione delle scelte delle imprese che sono le proprietarie dei prodotti e ne possono quindi determinare i prezzi. Tant'è vero che, nell'ipotesi in cui i lavoratori riuscissero a far valere un rapporto a proprio favore, tanto da

⁹ Si tratta di un problema strettamente connesso con l'ulteriore supposto antagonismo che vi sarebbe fra i lavoratori e i disoccupati, che abbiamo già criticato, anni orsono, sempre su questo Osservatorio: Serafini G. (2017) "Il mercato del lavoro secondo Olivier Blanchard", *Quaderno di ricerca. Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani*, anno 7, n. 2, ISSN 2283-7035, Mazziero Research, Vanzago.

¹⁰ Ad esempio: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2023/Visco-2023.02.04-FOREX.pdf>, p. 6.

ottenere incrementi salariali ritenuti comunque eccessivi dalle imprese, queste ultime potrebbero procedere - e con successo - ad aumentare i prezzi per ripristinare i margini di profitto minacciati dall'incremento dei salari nominali. Il motivo razionale è che l'incremento della produttività consta di un impiego del fattore lavoro nell'ambito dell'impresa e quindi costituisce un'attività mediata dall'impresa, che mette in moto e organizza lo stesso fattore lavoro, il capitale e le materie necessarie.

La constatazione di questa realtà, costituisce probabilmente la base delle riflessioni che inducono oggi Blanchard, nonostante dichiarare che il proprio modello sia basato sui rapporti di potere fra imprese e lavoratori, a scrivere che un accordo fra lavoratori e imprese non potrà facilmente essere raggiunto e quindi che sarà necessario attendere gli effetti dei provvedimenti della politica monetaria che riduca l'aumento dei prezzi stabiliti dalle imprese. Qui, però, giungiamo alla chiarificazione del punto maggiormente importante.

L'azione delle imprese stabilisce la distribuzione dei redditi solo come un sottoprodotto del livello di profitto che esse intendono conseguire, anche inglobando le variazioni della produttività. Un'azione della politica monetaria, invece, non permette di stabilire direttamente la distribuzione dei redditi ma solo di contrarre la domanda aggregata per ridurre l'inflazione, agendo sulla riduzione degli investimenti delle imprese e dei consumi dei vari soggetti economici.

Per procedere quindi a stabilire la distribuzione dei redditi mediante le scelte dei soggetti che popolano il sistema economico, non possiamo abbandonarci alle desolate considerazioni dei *tweet* di Blanchard. Dato, infatti, che le altre modalità di relazioni economiche permettono di stabilire una certa distribuzione dei redditi solo in dipendenza delle scelte di una parte della società o mediante una contrazione della ricchezza prodotta, la società è continuamente pervasa da ricorrenti spinte verso differenti configurazioni della distribuzione dei redditi. Per questo motivo, come del resto riconosce lo stesso Blanchard, per stabilire la distribuzione del valore delle grandezze direttamente collegate alla produzione, sia pubblica che privata, nonché produrre e modificare il valore reale e relativo di tutte le variabili, si agisce per mezzo della politica economica. Il punto allora diventa: da quali presupposti procedere; e con quali obiettivi da raggiungere?

4. La politica economica oltre la stabilità monetaria

L'inflazione, quindi, è solo la conseguenza di ciò che potrà essere posto in essere dalle imprese, se insoddisfatte degli accordi, raggiunti o mancati, con i lavoratori. Essa è il sintomo del potere delle imprese e non del conflitto distributivo. Il conflitto distributivo, invece, si può vedere direttamente nelle scelte di politica economica. Per azionare correttamente le leve della politica economica, quindi, bisogna innanzitutto riconoscere che, nell'attuale situazione inflazionistica, i prezzi sono aumentati per l'incremento del costo dell'energia, e non per l'aumento dei salari. Non si può quindi ritenere, come primo obiettivo, che si debbano ricostituire i margini di profitto delle imprese, senza anche considerare che il salario reale è diminuito per effetto di quei costi e dell'inflazione azionata dalle imprese per porvi rimedio. A differenza di quanto accadde per una parte degli anni 70 del secolo scorso, infatti, oggi non si è assistito a un aumento dei prezzi, per ripristinare i profitti reali diminuiti in conseguenza dell'aumento dei salari nominali. Quindi, anche il punto di partenza della politica economica non può essere lo stesso di allora. Non si può cioè sperare che le tre azioni indicate da Carlo Azeglio Ciampi più di 40 anni fa per ridurre l'inflazione, ed oggi richiamate dal Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco,¹¹ possano aver presa sulla realtà dei fatti odierna e, in tal senso, risolvere il problema, invece di aggravarlo.

L'allora Governatore della Banca d'Italia, e successivamente Ministro dell'Economia e poi Presidente della Repubblica, Carlo Azeglio Ciampi, lo ricordiamo, dichiarò nel 1981 la necessità di stabilire “un vero cambiamento di costituzione monetaria, che coinvolge[ss]e la funzione della banca centrale, le procedure per le decisioni di spesa pubblica e quelle per la distribuzione del reddito.”¹² Questa richiesta si tradusse, immediatamente e per i decenni successivi, nell'indipendenza della banca centrale e della politica monetaria dalla politica fiscale, nella previsione del pareggio del bilancio pubblico, oggi

¹¹ https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2023/Visco_Warwick_110223.pdf, p. 13.

¹² Ciampi, C.A., *Considerazioni finali, Assemblea dei soci della Banca d'Italia*, 31 maggio 1981, p. 38.

stabilito anche dalla Costituzione della nostra Repubblica, all'articolo 81,¹³ e in una stasi generale dei salari reali e relativi.¹⁴

Ciò che, allora, si puntava a controllare mediante queste tre dimensioni, non era direttamente l'inflazione, bensì la politica economica dello Stato che fosse finalizzata a sostenere le rivendicazioni salariali dei lavoratori. Il fine era costituito dallo spingere i lavoratori all'accettazione della determinazione del salario reale da parte delle imprese, ottenendo la riduzione dell'inflazione come suo sottoprodotto. L'insieme di quelle azioni fu efficace nel ridurre l'inflazione, ma come conseguenza di una riduzione dei salari relativi e reali. Proprio per questo, oggi, nonostante in molti puntino al rafforzamento di quella costituzione monetaria, si deve invece negare l'affidamento a quelle azioni, perché controproducenti.

Ad oggi, le imprese, pur avendo subito una ristrutturazione nei vari settori industriali e quindi una riallocazione dei profitti, per effetto dei rincari energetici, hanno comunque in generale aumentato i prezzi dei prodotti per mantenere o ricostituire almeno una parte dei loro margini di profitto. È quindi mal centrata, rispetto al problema attuale, l'ipotesi di un controllo dell'azione dello Stato perché non permetta una crescita dei salari reali, e un recupero di quelli relativi, ridotti da quest'inflazione.

L'elemento preoccupante relativo alla riproposizione delle linee di politica economica e sociale degli anni 80, riguarda quindi proprio il controllo della politica economica che esse perseguono, nascosto dietro il pur necessario controllo dell'inflazione. La politica economica, infatti, costituisce l'espressione e il *medium* democratico delle differenti istanze sociali, laddove queste ultime costituiscono l'unico canale per gestire il dimensionamento

¹³ L'articolo 81, così recita: "Lo Stato assicura l'equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle fasi avverse e delle fasi favorevoli del ciclo economico. Il ricorso all'indebitamento è consentito solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali. Ogni legge che importi nuovi o maggiori oneri provvede ai mezzi per farvi fronte. Le Camere ogni anno approvano con legge il bilancio e il rendiconto consuntivo presentati dal Governo. L'esercizio provvisorio del bilancio non può essere concesso se non per legge e per periodi non superiori complessivamente a quattro mesi. Il contenuto della legge di bilancio, le norme fondamentali e i criteri volti ad assicurare l'equilibrio tra le entrate e le spese dei bilanci e la sostenibilità del debito del complesso delle pubbliche amministrazioni sono stabiliti con legge approvata a maggioranza assoluta dei componenti di ciascuna Camera, nel rispetto dei principi definiti con legge costituzionale."

¹⁴ Quest'ultima fu realizzata in Italia, in maniera sistematica, a partire dal voto degli italiani d'appoggio al referendum confermativo dell'abolizione della scala mobile, nel 1985.

relativo dei livelli delle variabili; e l'inflazione di oggi non ha stabilito una distribuzione dei redditi a favore dei lavoratori.

In tal senso, l'indipendenza della banca centrale costituisce il riferimento a un lavoro tecnico che riduca l'inflazione mediante una contrazione generale della domanda aggregata, mentre il lavoro da svolgere è economico politico finalizzato alla modulazione della distribuzione dei redditi per evitare un acuirsi delle difficoltà sociali e una riduzione della coesione sociale. Allo stesso modo, il controllo del bilancio statale deve oggi rientrare in una necessità di gestione annuale e pluriennale delle risorse di ciascun Paese, sia in termini di settori di produzione che di settori di consumo, salute e assistenza, da sviluppare adeguatamente.

Dal lato delle relazioni industriali, non da ultimo, ci possiamo anche augurare che gli incrementi di produttività auspicati si tramutino in impegni, e poi in azioni, delle parti sociali; tuttavia, in quanto essi non garantiscono automaticamente il recupero del salario reale perduto, e riguardano comunque la parte dell'economia a gestione privata, non coinvolgono direttamente amplissimi settori economici, quali la sanità, l'istruzione e la ricerca pubblica, i servizi erogati dai lavoratori autonomi, ecc.. Gli incrementi della produttività non possono quindi costituire una possibile soluzione senza che siano accompagnati da un riferimento diretto ai settori di interesse, sia di investimento che di consumo, e tanto a caratterizzazione privata che pubblica. La soluzione passa quindi, necessariamente, per una certa impostazione di politica economica che stabilisca una certa modulazione della distribuzione dei redditi e che prenda atto, soprattutto, che non c'è possibilità di soluzione positiva solo mediante le scelte di politica monetaria. La politica monetaria della BCE, così com'è strutturata la sua indipendenza e il suo ambito di intervento, può infatti solo ridurre l'inflazione tramite una riduzione della circolazione monetaria e della domanda aggregata, delle imprese e dei consumatori.

Dal punto di vista della politica economica, è comunque bene specificare che, dato il potere sui prezzi espresso dalle imprese, non può essere efficace aumentare tutti i salari nominali; è tuttavia necessario aumentare i salari più bassi, per migliorarne il poter d'acquisto relativo, così com'è necessario aumentare il potere d'acquisto dei lavoratori mediante manovre, sia giuridiche

che economiche, che agiscano sulla progressività dell'imposizione tributaria, senza necessariamente ridurre i profitti nominali.

Per migliorare la situazione economica, come abbiamo già sottolineato altrove,¹⁵ non riteniamo sia quindi utile determinare un salario minimo ma riteniamo necessario agire per ridurre il cuneo fiscale, secondo un'ottica di maggiore progressività dell'imposizione tributaria, ristabilire un carico fiscale minore sui redditi da lavoro rispetto ai redditi da capitale, nonché limitare il *tax gap* che caratterizza negativamente il nostro sistema. Questi interventi non escludono una rimodulazione della spesa pubblica che riduca gli incentivi alle produzioni inquinanti e aumenti la spesa sanitaria e assistenziale, oltre che per la transizione ecologica necessariamente collegata a quella digitale.

La natura e le modalità del finanziamento della politica economica, sono per questo fondamentali. In tal senso, è necessario adoperarsi perché si decida, a livello almeno europeo, la raccolta e l'allocazione del risparmio e degli investimenti, e l'avvio, mediante la contrattazione fra le imprese, i lavoratori, lo Stato e l'UE, di procedure di emersione di bisogni e programmazione della loro soddisfazione, secondo tempi, risorse e tecnologie di realizzazione, nonché della relativa distribuzione dei redditi.

Prima comprendiamo l'inadeguatezza della riproposizione di tesi passate e i differenti punti di partenza della situazione economica attuale, prima riconosciamo questa sequenza effettiva di responsabilità e poniamo le premesse per i passi avanti necessari a non andare indietro; ricordando sempre che non si può procrastinare all'infinito il riconoscimento dei fatti e che la realtà non si ferma; mentre l'economia procede comunque.

¹⁵ <https://lavoce.info/archives/tag/gabriele-serafini/>

Conclusioni

a cura di Maurizio Mazziro

L'economia italiana tiene: l'impatto sull'aumento delle importazioni rispetto alle esportazioni, a causa dei rincari energetici e della forza del dollaro, si sta via via riassorbendo e il saldo della bilancia commerciale extra-UE è tornato in positivo da tre mesi.

Bene anche la produzione industriale che non sembra essere intaccata granché dall'inflazione e dall'aumento dei tassi della Banca Centrale Europea. Ne beneficia anche l'occupazione con 118 mila nuovi posti di lavoro nel 4° trimestre 2022 a cui si aggiungono altre 35 mila unità nel solo mese di gennaio.

Sotto questo aspetto il PIL ha archiviato un 2022 al 3,7% e secondo le nostre stime potrebbe segnare un +0,7% nell'anno corrente, con incrementi trimestrali modesti, ma evitando di scivolare in recessione.

Le note dolenti sono sempre e solo sul versante del debito, dove si nota una dinamica che supererà i 2.800 miliardi nel corso del 1° trimestre. Sorvegliata speciale anche la spesa per interessi che, dopo un balzo di 20 miliardi nel 2022, potrebbe continuare la sua corsa verso l'alto.

Buone notizie sull'approvvigionamento del gas, l'attenta politica di riempimento degli stoccaggi con l'aiuto del clima invernale mite ci ha permesso di superare senza sorprese la stagione rigida; ora l'attenzione dovrà essere rivolta ai volumi di importazione che possono aumentare solo attraverso l'apporto di LNG via mare.

Nei prossimi mesi il tema dell'inflazione sarà ancora sotto i riflettori, seppur con valori in diminuzione, ma è evidente come l'aumento dei prezzi si sia ormai diffuso ad ampie categorie di beni e servizi. Completa indifferenza, invece, sul potere di acquisto dei salari, su cui il silenzio di politica e parti sociali appare sempre più innaturale.

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: *MazziroResearch.com* a cura di A. Lawford e M. Mazziro. *AnalisiEconomica.it* a cura di G. Serafini.

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	1.654.218	2.239.409	2,60%	135,30%	0,80%	0,10%
Anno 2016	1.695.787	40.432	1.677.565	2.285.631	2,40%	134,80%	1,40%	0,50%
Anno 2017	1.736.593	40.806	1.706.977	2.329.838	2,40%	134,10%	1,70%	1,10%
Anno 2018	1.771.391	34.798	1.720.492	2.381.513	2,20%	134,40%	0,80%	1,20%
Anno 2019	1.796.649	25.257	1.728.666	2.409.943	1,50%	134,10%	0,50%	0,50%
Anno 2020	1.660.621	-136.027	1.572.333	2.572.749	9,70%	154,90%	-9,00%	-0,10%
Anno 2021	1.782.050	121.429	1.681.840	2.678.098	9,00%	149,80%	7,00%	4,20%
Anno 2022	1.909.154	127.104	1.746.195	2.762.464	8,00%	144,70%	3,70%	12,30%
Anno 2023 (st.DEF)	1.994.500	85.346		2.883.685	4,50%	144,60%	0,30%	4,30%
Anno 2024 (st.DEF)	2.088.500	94.000		2.971.878	3,70%	142,30%	1,80%	1,80%
Anno 2025 (st.DEF)	2.159.000	70.500		3.047.772	3,00%	141,20%	1,50%	1,80%
Anno 2023 (st.UE)	1.924.427	15.273		2.763.478	3,60%	143,60%	0,80%	6,60%
Anno 2024 (st.UE)	1.943.672	19.244		2.771.676	4,20%	142,60%	1,00%	2,30%
Anno 2023 (st.FMI)	1.826.821	-82.333		2.829.276	3,90%	147,10%	0,60%	5,20%
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)	1.940.675	13.490		2.765.462	3,00%	142,50%	0,70%	2,00%
Anno 2023 (st.OCSE)	1.912.972	3.818		2.762.332	4,70%	144,40%	0,20%	6,50%
Anno 2024 (st.OCSE)	1.932.102	19.130		2.768.702	3,80%	143,30%	1,00%	3,00%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

*PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2022,
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 gennaio 2023

2.775 miliardi (aumento)

Intervallo confidenza al 95%

compreso tra 2.767 e 2.783 miliardi

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 marzo 2023

La stima a giugno 2023

Compreso tra 2.828 e 2.865 miliardi

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato a metà agosto 2023

Variazione PIL

Stima PIL 1° trimestre 2023: +0,1%

Stima PIL 2° trimestre 2023: +0,2%

Stima PIL 3° trimestre 2023: +0,2%

Stima PIL 4° trimestre 2023: +0,0%

Stima PIL 2023: +0,7%

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, 8 marzo 2023



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

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

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziero Research

<i>Italia 3 trim 2022: Pil, debito & Co.</i>	06 dicembre 2022
<i>Italia: economia a metà 2022</i>	29 settembre 2022
<i>Italia 1 trim 2021: Pil, debito & Co.</i>	26 maggio 2022
<i>Italia: economia a fine 2021</i>	24 febbraio 2022
<i>Italia 3 trim 2021: Pil, debito & Co.</i>	26 novembre 2021
<i>Italia: economia a metà 2021</i>	23 settembre 2021
<i>Italia 1 trim 2021: Pil, debito & Co.</i>	27 maggio 2021
<i>Italia: economia a fine 2020</i>	25 febbraio 2021
<i>Italia 3 trim 2020: Pil, debito & Co.</i>	09 dicembre 2020
<i>Italia: economia a metà 2020</i>	23 settembre 2020
<i>Italia 1 trim 2020: Pil, debito & Co.</i>	20 maggio 2020
<i>Italia: economia a fine 2019</i>	19 febbraio 2020
<i>Italia 3 trim 2019: Pil, debito & Co.</i>	21 novembre 2019
<i>Italia: economia a metà 2019</i>	19 settembre 2019
<i>Italia 1 trim 2019: Pil, debito & Co.</i>	22 maggio 2019
<i>Italia: economia a fine 2018</i>	20 febbraio 2019
<i>Italia 3 trim 2018: Pil, debito & Co.</i>	21 novembre 2018
<i>Italia: economia a metà 2018</i>	20 settembre 2018
<i>Italia 1 trim 2018: Pil, debito & Co.</i>	22 maggio 2018
<i>Italia: economia a fine 2017</i>	21 febbraio 2018
<i>Italia 3 trim 2017: Pil, debito & Co.</i>	29 novembre 2017
<i>Italia: economia a metà 2017</i>	20 settembre 2017
<i>Italia 1 trim 2017: Pil, debito & Co.</i>	25 maggio 2017
<i>Italia: economia a fine 2016</i>	20 febbraio 2017
<i>Italia 3 trim 2016: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2016
<i>Italia: economia a metà 2016</i>	19 settembre 2016
<i>Italia 1 trim 2016: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2016
<i>Italia: economia a fine 2015</i>	17 febbraio 2016
<i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	16 novembre 2015
<i>Italia: economia a metà 2015</i>	16 settembre 2015
<i>Italia 1 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	18 maggio 2015
<i>Italia: economia a fine 2014</i>	16 febbraio 2015
<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	19 maggio 2014

Continua alla pagina successiva

Continua dalla pagina precedente

<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2013
<i>Italia: economia a fine 2012</i>	18 febbraio 2013
<i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	20 novembre 2012
<i>Italia: economia a metà 2012</i>	10 settembre 2012
<i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	11 giugno 2012
<i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>	18 febbraio 2012
<i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.</i>	13 dicembre 2011
<i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i>	16 agosto 2011
<i>Italia 1q2011: Pil, debito & Co.</i>	17 maggio 2011
<i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>	29 marzo 2011

Pubblicazioni speciali della Mazziere Research

Speciale NaDEF 2018

8 ottobre 2018

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2023

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035