

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Anno XIII - Numero 2

Copyright ©2023

Italia 1 trim 2023
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

Commento introduttivo <i>a cura di Maurizio Mazziero</i>	Pag. 5
I rating	
<i>Moody's prima minaccia il rating spazzatura e poi alza le stime di crescita</i>	Pag. 6
Il debito pubblico	
<i>Debito pubblico: ancora nuovi record</i>	Pag. 7
Le entrate e le uscite	
<i>Entrate tributarie in aumento anche nel 2023, ma persiste il disavanzo</i>	Pag. 9
La spesa sanitaria	
<i>Lo Stato risparmia sulla salute</i>	Pag. 10
Lo stock di Titoli di Stato	
<i>Il maggior costo nel rinnovare i BTP</i>	Pag. 11
Tasso di sconto delle Banche Centrali	
<i>BCE ancora al rialzo, FED in pausa</i>	Pag. 13
L'utile di Banca d'Italia	
<i>Salgono gli interessi percepiti, ma si riduce l'utile versato allo Stato</i>	Pag. 14
La bilancia commerciale	
<i>Bilancia commerciale ormai stabilmente positiva</i>	Pag. 15
La produzione industriale e il commercio al dettaglio	
<i>Produzione in declino e commercio in stallo</i>	Pag. 16
Il Prodotto Interno Lordo	
<i>PIL +0,6% nel 1° trimestre, verso l'1,4% per l'intero 2023</i>	Pag. 17
L'importazione e lo stoccaggio di gas	
<i>Il punto sul gas in Italia</i>	Pag. 18
L'inflazione	
<i>Come andrà l'inflazione nei prossimi mesi</i>	Pag. 19
Il mercato del lavoro	
<i>Continuano ad aumentare i posti di lavoro</i>	Pag. 21
Approfondimenti	
<i>Il commento di Andrew Lawford:</i>	
<i>Si apre la stagione dei grandi lavori</i>	Pag. 23
<i>Note economiche di Gabriele Serafini:</i>	
<i>La BCE e il modello recessivo di gestione dell'inflazione</i>	Pag. 26
Conclusioni <i>a cura di Maurizio Mazziero</i>	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

*Aggiungi legna al fuoco e arderà più forte;
aggiungine troppa e andrà fuori controllo.*
Binyamin Appelbaum – Il tempo degli economisti

Commento introduttivo

MES è l'acronimo di Meccanismo Europeo di Stabilità (anche ESM) e la sua funzione è di fornire assistenza finanziaria ai Paesi della zona euro che si dovessero trovare in temporanee difficoltà nel finanziarsi sul mercato. L'assistenza non è esente da criticità in quanto sarebbe soggetta a delle condizionalità, cioè verrebbero stabiliti dei vincoli di bilancio o di riforme a cui il Paese in difficoltà dovrebbe attenersi.

In questi ultimi anni, il tema del MES è tornato a più riprese alla ribalta delle cronache e ora è nuovamente sotto i riflettori in quanto l'Italia è l'unico Paese dell'area euro a non averlo ratificato.

Per quale motivo l'Italia non lo ratifica? È forse per il timore che un domani possa incapparvi in modo automatico?

Probabilmente no e qualora un domani fossimo costretti, come ultima spiaggia, ad invocare un intervento del MES, lo ratificheremmo all'istante.

E allora perché bloccare l'adozione comunitaria, visto che tutti gli altri membri hanno già provveduto alla ratifica?

Il MES è solo uno dei tanti dossier aperti tra Roma e Bruxelles, pensiamo al blocco del PNRR, alla reintroduzione del Patto di Stabilità e alla possibilità di incorrere in una procedura di infrazione per deficit eccessivo, ma si potrebbe anche pensare ai molteplici accordi per la redistribuzione dei migranti mai rispettati.

Insomma, il MES sembra una delle tante pedine nella scacchiera dell'Unione Europea, ciascun Paese porta avanti nei modi più o meno ortodossi la propria partita nei dossier che gli stanno a cuore. Anche l'Italia sta giocando la sua partita, l'importante è che chi muove gli scacchi sappia fino a dove spingersi prima di subire uno scacco matto.

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

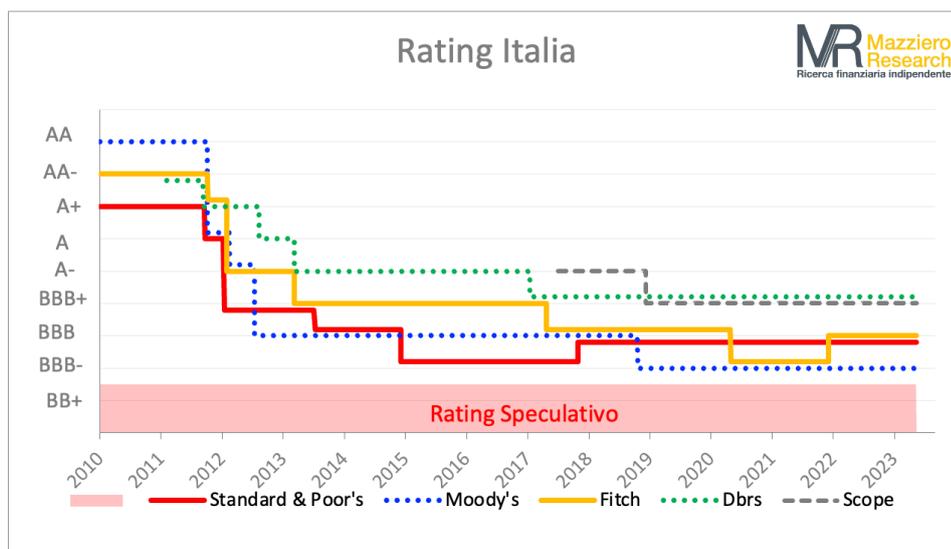


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

Moody's prima minaccia il rating spazzatura e poi alza le stime di crescita

Anche maggio è passato senza nessuna novità sul fronte del rating: Standard&Poor's, DBRS e Fitch hanno confermato il rating mantenendo l'outlook stabile, come si può notare nella **Tabella 1**.

Diversamente Moody's, unica agenzia con un outlook negativo nei nostri confronti, ha dapprima (sul finire di aprile) minacciato una revisione al ribasso del rating, che avrebbe comportato una caduta a livello spazzatura del merito di credito – zona in rosso nella **Figura 1** – e poi non ha svolto alcuna valutazione nell'appuntamento programmato per il 19 maggio. Infine, il 31 maggio ha alzato le stime di crescita del 2023 per l'Italia dal +0,3% al +0,8%. Notizia positiva, dato che proviene dall'agenzia più scettica nei confronti dell'Italia, ma che pone seri interrogativi sull'agenzia stessa; infatti, un'ampia variabilità di giudizi nel giro di poco tempo può significare solo due cose:

1. La minaccia di una valutazione a livello spazzatura era solamente una *boutade* pubblicitaria senza fondamento, creata ad arte per ottenere dei grandi titoli sui giornali;
2. I modelli di calcolo previsionale dell'agenzia sono poco affidabili e si prestano a interpretazioni ondivaghe da parte degli analisti deputati ad esprimersi sul rating.

Delle due l'una e forse Moody's dovrebbe porsi qualche riflessione al riguardo.

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	Stabile	26/07/22	Confermato
28/04/23	DBRS	BBB high	Stabile	29/10/21	Confermato
12/05/23	Fitch	BBB	Stabile	03/12/21	Confermato
19/05/23	Moody's	Baa3	Negativo	05/08/22	Nessuna valutazione
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

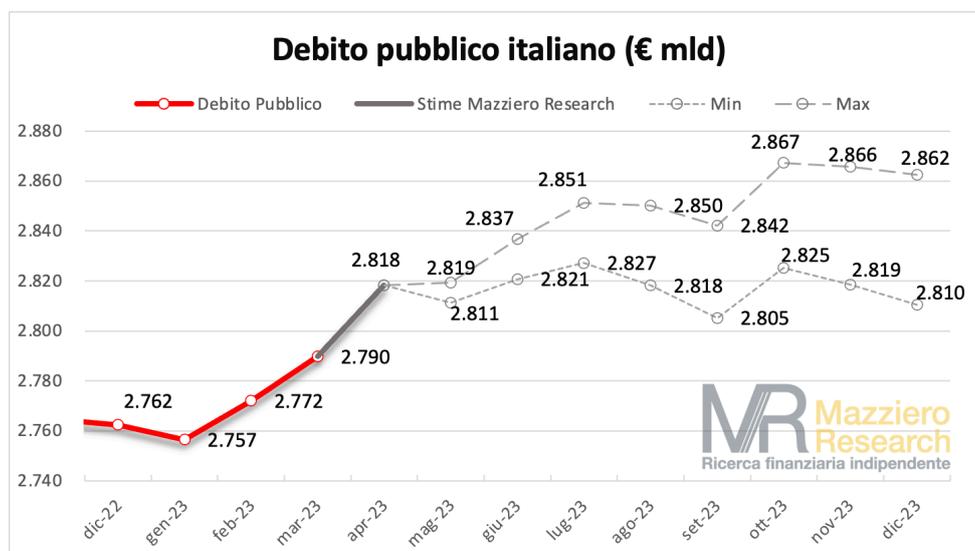


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime sino a dicembre 2023 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

Debito pubblico: ancora nuovi record

Con l'ultima rilevazione di Banca d'Italia relativa a marzo 2023, il debito è arrivato a 2.790 miliardi: si tratta di un nuovo record storico. Altri record seguiranno, già a partire dal prossimo dato di aprile che, secondo le nostre stime, ci porterà a superare i 2.800 miliardi per continuare con oscillazioni e terminare l'anno tra 2.810 e 2.862 miliardi (Figura 2).

In termini assoluti il debito continuerà a crescere con una dinamica accentuata che ci porterà, secondo le stime del Governo riportate nel Documento di Economia e Finanza, a sfiorare i 3.000 miliardi il prossimo anno, per superare poi stabilmente questa soglia dal 2025 (Figura 3).

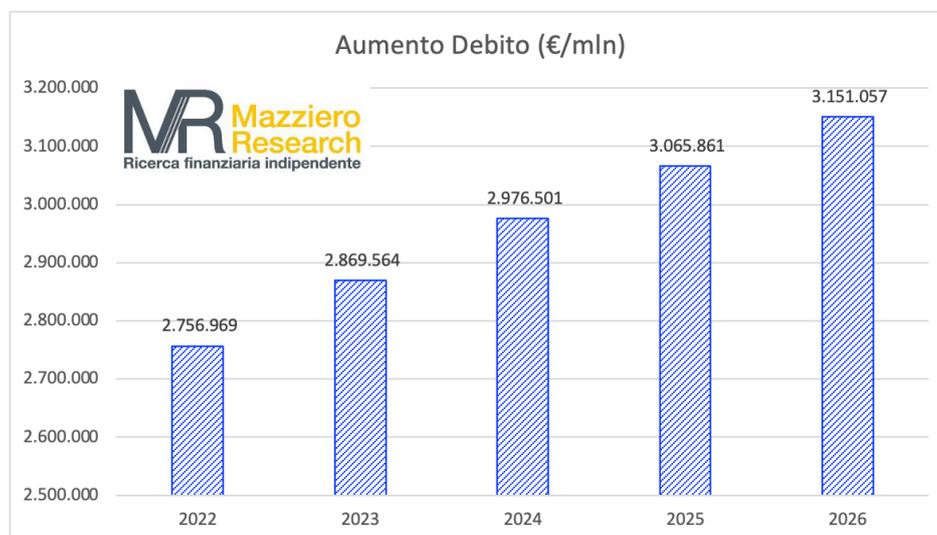
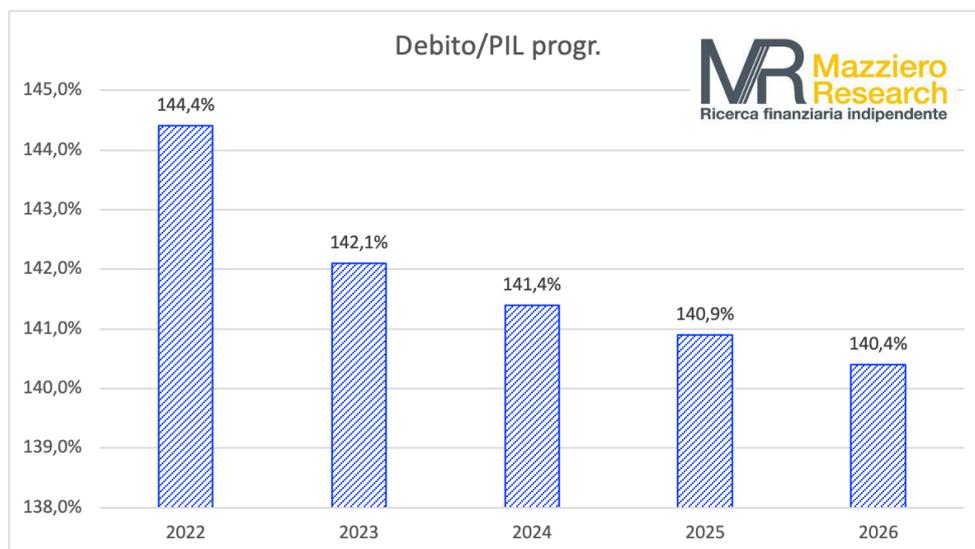


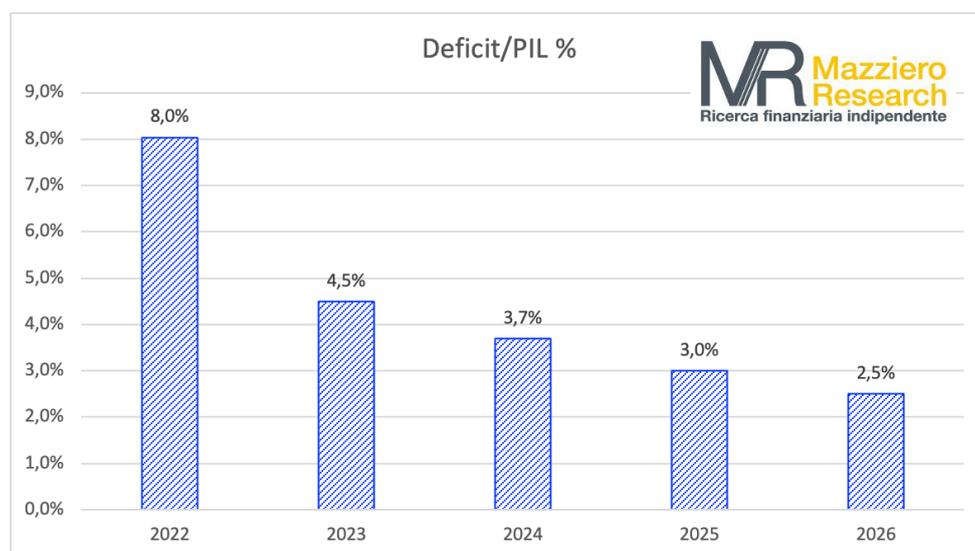
Figura 3: Evoluzione del debito pubblico sino al 2026 (Elaborazione su dati DEF)



*Figura 4: Evoluzione del rapporto debito/PIL sino al 2026
(Elaborazione su dati DEF)*

Eppure, c'è chi dice, anche a livelli governativi, che il debito è in discesa (**Figura 4**). Ovviamente chi fa tali affermazioni si guarda bene dallo specificare che si tratti di un rapporto che scende: quello del debito/PIL, ma tant'è, e anche i giornali si adeguano a questa narrazione senza specificare a cosa si intenda e senza spiegare a cosa ci si riferisca. Ancor di più ci si consola del fatto che non sia importante il debito in termini assoluti ma che vada sempre rapportato alla crescita, dimenticando però nel contempo che un debito elevato in termini assoluti costringerà a pagare rendimenti sui titoli di Stato più alti erodendo risorse economiche che avrebbero potuto essere destinate altrimenti.

Anche il rapporto deficit/PIL scenderà (**Figura 5**) e questa dinamica è importante che avvenga realmente, dato che dal 2024 entrerà nuovamente in funzione il Patto di stabilità europeo. La nuova formulazione del Patto prevede ancora un debito/PIL inferiore al 60%, un deficit/PIL inferiore al 3% e un percorso di aggiustamento personalizzato con una riduzione di almeno 0,5% di deficit/PIL l'anno. Su questi tre parametri, solo nell'ultimo potremmo rientrare correttamente, sempreché le stime del Governo nel DEF vengano rispettate a consuntivo: obiettivo facile a dirsi, ma quasi mai raggiunto nel passato.



*Figura 5: Evoluzione del rapporto deficit/PIL sino al 2026
(Elaborazione su dati DEF)*

Le entrate e le uscite

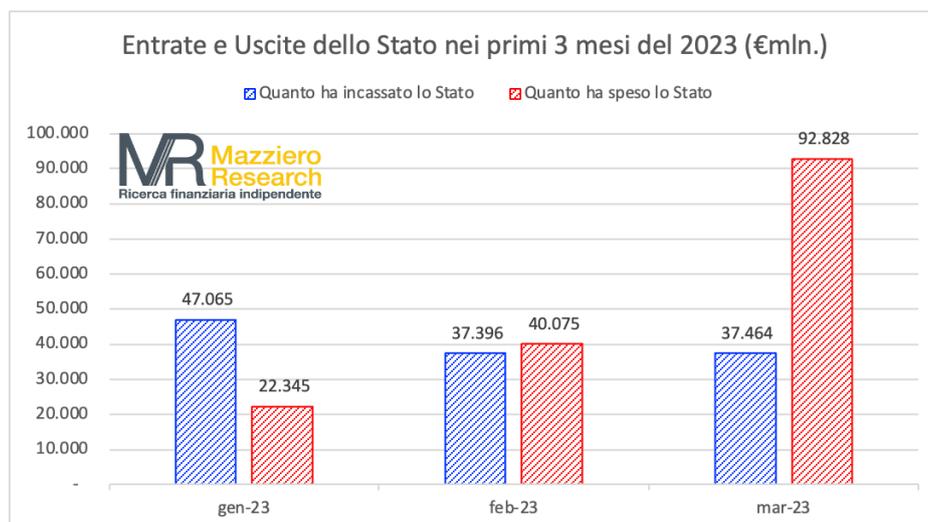


Figura 6: Entrate e uscite dello Stato nei primi 3 mesi del 2023 (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Entrate tributarie in aumento anche nel 2023, ma persiste il disavanzo

La **Figura 6** mostra la differenza tra entrate e uscite dell'Amministrazione Centrale nei primi 3 mesi del 2023. Come si può notare solo gennaio mostra incassi più che doppi rispetto alle uscite, a febbraio le spese superano di quasi 3 miliardi le entrate, ma è marzo che evidenzia un disavanzo più che preoccupante con una differenza tra le entrate di 37,5 miliardi e le uscite di 92,8 miliardi superiore a 55 miliardi.

Tutto ciò avviene pur considerando una dinamica ancora positiva delle entrate tributarie che, nei primi 3 mesi dell'anno, migliorano nel complesso di quasi 1,5 miliardi, pari all'1,3%. La **Figura 7** mostra in dettaglio per singole categorie di imposte le differenze tra l'anno corrente e quello scorso. Le imposte dirette nel complesso si riducono di 330 milioni, pur presentando un aumento di 2,6 miliardi per l'Irpef e 0,5 miliardi per l'Ires. Molto migliore il profilo degli incassi da imposte indirette con un aumento di 1,8 miliardi, principalmente generato da un aumento del gettito IVA per 1,9 miliardi e una differenza per le accise sugli oli minerali che permane in territorio negativo per 0,1 miliardi.

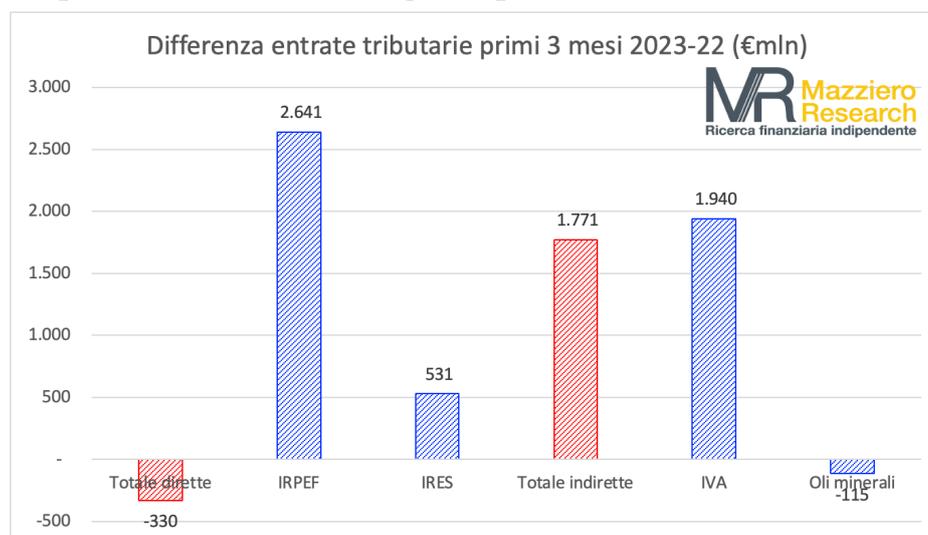
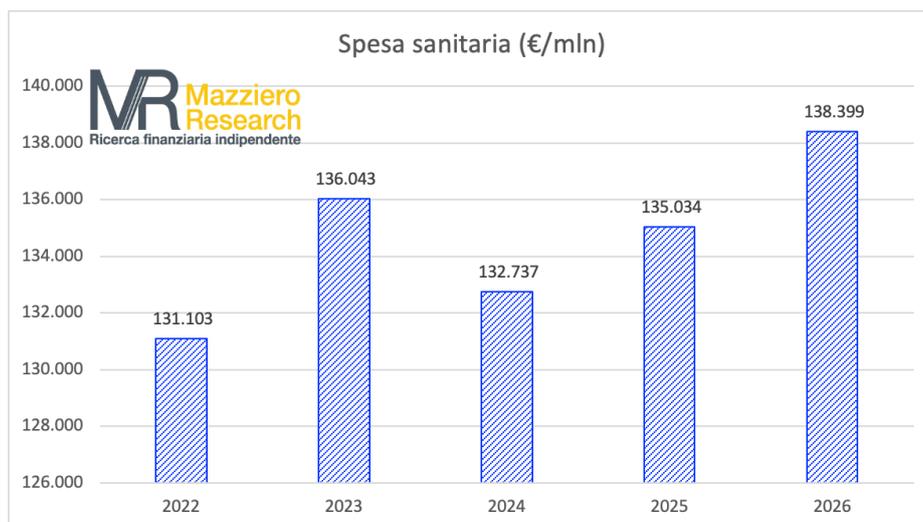


Figura 7: Differenza tra 2023 e 2022 delle entrate tributarie nei primi 3 mesi (Elaborazione su dati Ragioneria Generale dello Stato)

La spesa sanitaria



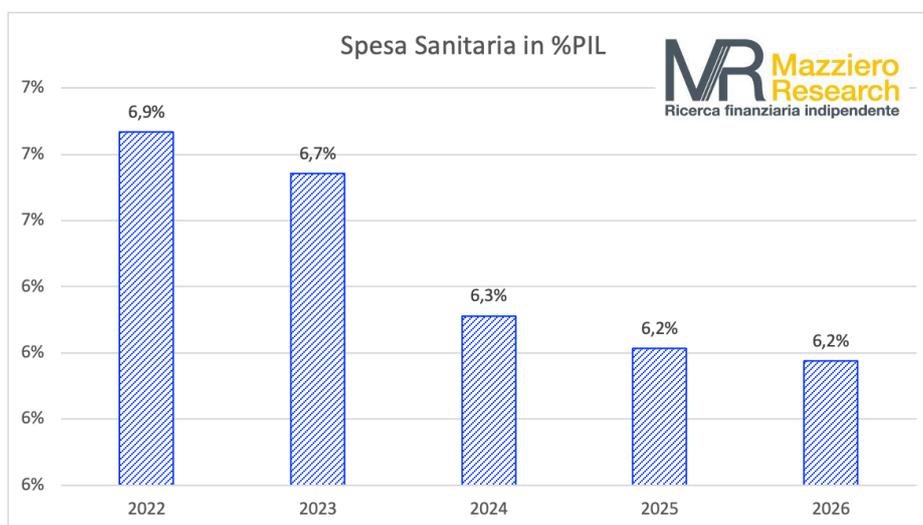
*Figura 8: Evoluzione della spesa sanitaria sino al 2026
(Elaborazione su dati DEF)*

Lo Stato risparmia sulla salute

La **Figura 8** mostra l'evoluzione della spesa sanitaria prevista nel DEF sino al 2026, come si può notare nel 2023 vi dovrebbe essere un forte aumento (+3,8%), ma appare insufficiente se si considera che il DEF prevede nell'anno in corso un'inflazione del 5,7%.

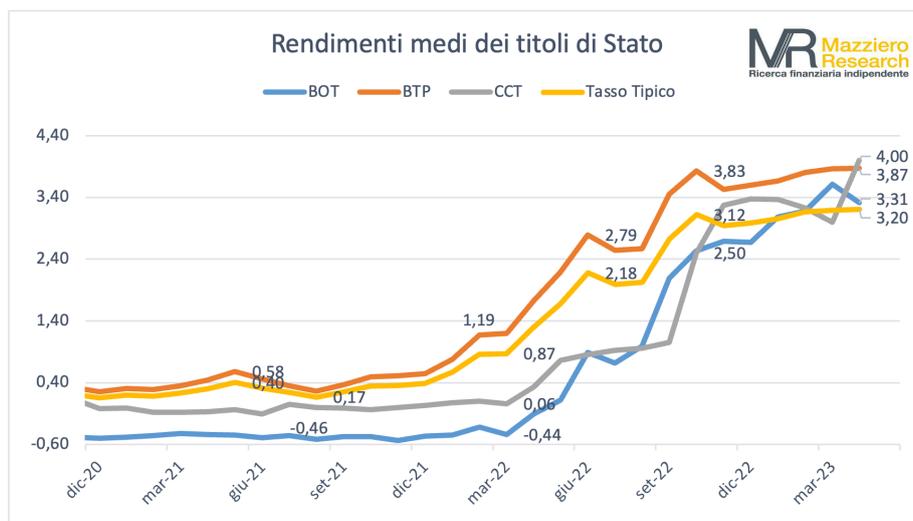
Dopo il forte calo per il 2024, la somma stanziata per la sanità riuscirebbe a superare quella del 2023 solo nel 2026, ma la crescita complessiva della spesa sanitaria dal 2022 al 2026 sarebbe del 5,6% contro stime del DEF di un aumento dell'inflazione del 12,9% nel periodo. In che modo la sanità già oggi zoppicante potrebbe stare al passo dei tempi?

Se ci spostiamo nella **Figura 9** possiamo vedere il rapporto tra spesa sanitaria e PIL e come si può notare anche in questo caso assistiamo a una costante riduzione; si pone l'attenzione al fatto che il 2025 e il 2026 indicano entrambi 6,2% per gli arrotondamenti, ma dagli istogrammi blu si può osservare che permarrrebbe una tendenza calante. Inutile elencare le lacune che già oggi la Sanità Pubblica manifesta, ciascuno se ne rende conto giorno per giorno. Ma come potrà essere nel 2026? Perché se ne parla poco? A pensar male...



*Figura 9: Evoluzione della spesa sanitaria in rapporto al PIL sino al 2026
(Elaborazione su dati DEF)*

Lo stock di Titoli di Stato

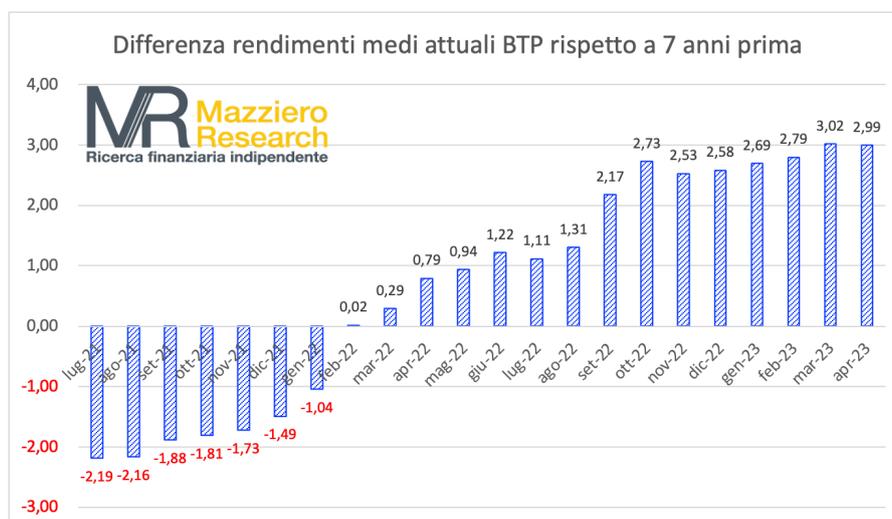


*Figura 10: Rendimenti medi dei titoli di Stato
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

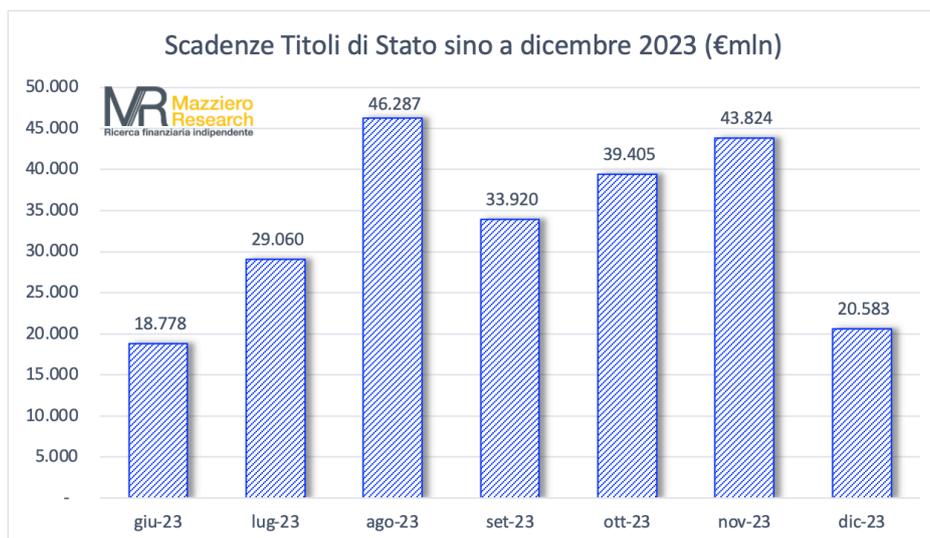
Il maggior costo nel rinnovare i BTP

La **Figura 10** 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, i rendimenti sono ormai stabilmente elevati e tutte le tipologie di titoli di Stato si trovano al di sopra della soglia del 3%; in particolare si osserva il forte rialzo del CCT, in grigio, che tende sempre a reagire con una certa inerzia alle variazioni dei rendimenti.

La **Figura 11**, invece, ci mostra il maggior rendimento delle nuove emissioni di BTP rispetto ai titoli che vanno in scadenza. È una misura approssimata, ma che rende l'idea e parte dal presupposto che la durata media del circolante è di circa 7 anni, raffrontando la differenza media dei rendimenti attuali con quelli di 7 prima. Come si può notare, sino a gennaio 2022 la differenza era negativa e quindi costituiva un fattore positivo: in pratica venivano sostituiti dei BTP che avevano rendimenti superiori ai nuovi emessi. Ma da febbraio dello scorso anno, questo vantaggio si è tramutato in uno svantaggio in quanto i BTP devono riconoscere rendimenti superiori rispetto a quelli ormai scaduti. Il maggior costo è ora del 3% annuo.



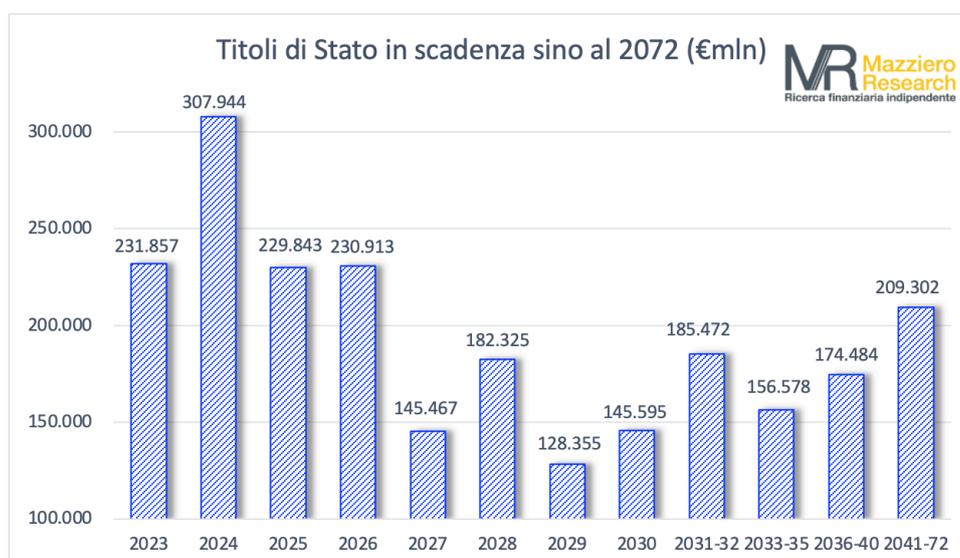
*Figura 11: Differenza dei rendimenti medi attuali dei BTP rispetto a 7 anni prima
(Elaborazione su dati Banca d'Italia-MEF)*



*Figura 12: Scadenze Titoli di Stato sino a dicembre 2023 (€mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La **Figura 12** riporta l'ammontare dei titoli in scadenza sino a dicembre 2023; come si può notare vi sono mesi piuttosto impegnativi come agosto e novembre che superano 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 13**. Le maggiori scadenze si trovano ora nel 2024, poi abbiamo un blocco intorno ai 230 miliardi negli anni 2025 e 2026 a cui segue un 2027 piuttosto scarico; molto probabilmente è proprio su questa scadenza che si concentreranno maggiori emissioni da parte del Dipartimento del Tesoro.



*Figura 13: Scadenze Titoli di Stato sino al 2072 (€mln)
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziere Research)*

Tasso di sconto delle Banche Centrali

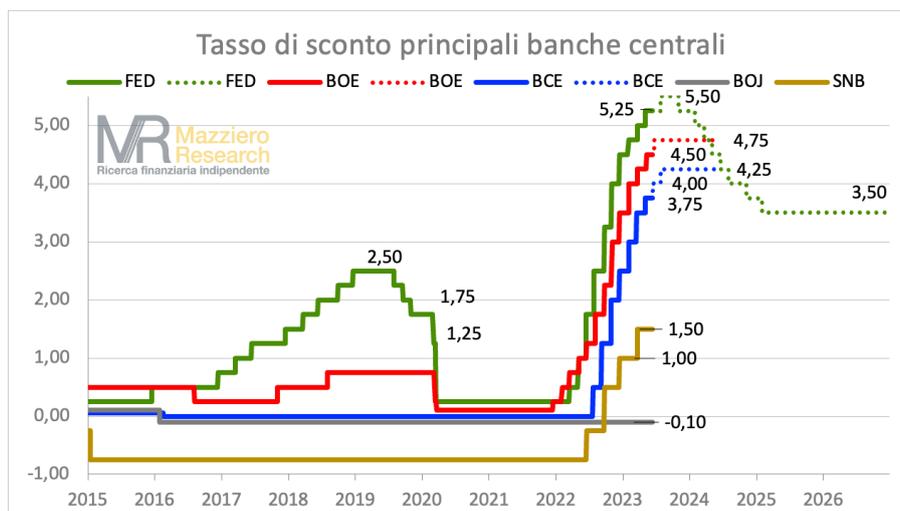


Figura 14: Livello dei tassi delle principali banche centrali e stime (Elaborazione su dati banche centrali e stime Mazziere Research)

BCE ancora al rialzo, FED in pausa

La **Tabella 2** riporta i prossimi appuntamenti di politica monetaria di BCE, FED e BOE, mentre la **Figura 14** 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.

La BCE si è già espressa per un ulteriore rialzo da un quarto di punto a metà giugno, non sarà l'ultimo e, molto probabilmente, a fine luglio attuerà un ulteriore rialzo della medesima entità. Tuttavia, non bisogna dimenticare che, sebbene l'inflazione nell'area euro continui a mostrarsi elevata, la Germania presenta già segni evidenti di rallentamento e dopo due trimestri di crescita negativa si trova di fatto in recessione tecnica; quanto potranno i *policy makers* sopportare questa situazione?

Diversamente la FED potrebbe mantenere inalterato il tasso nella riunione del 14 giugno, ma per procedere a un ultimo rialzo il 26 luglio. Naturalmente molto dipenderà dai dati sull'inflazione e sul mercato del lavoro che si mantiene ancora forte con continue nuove assunzioni.

La Bank of England potrebbe anche lei apportare un ulteriore rialzo in sintonia con la BCE, ma vi sono al momento segnali che potrebbe essere l'ultima manovra restrittiva prima di un periodo di permanenza sui livelli raggiunti.

Prossimi appuntamenti		Tasso attuale	Possibile rialzo
Mercoledì	14 Giu. 	FED	5,25%
Giovedì	15 Giu. 	BCE	3,75%
Giovedì	22 Giu. 	BOE	4,50%

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

L'utile di Banca d'Italia

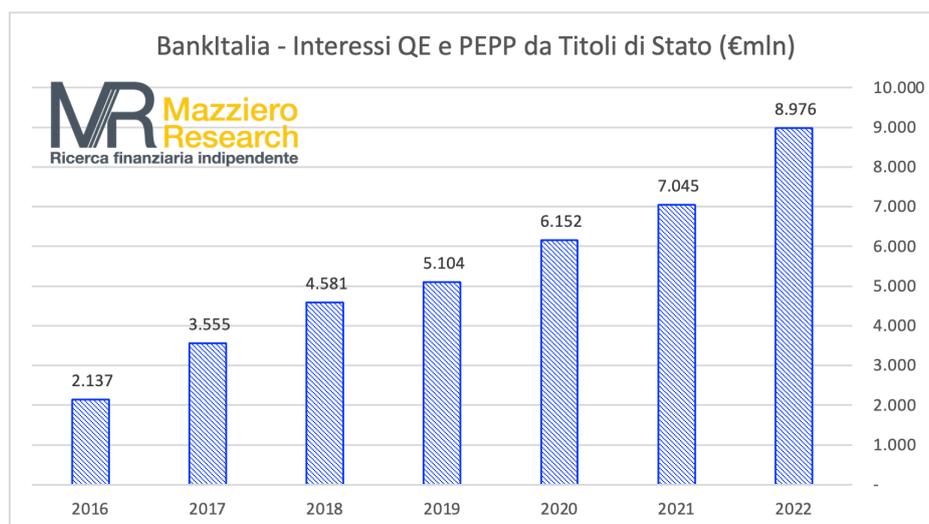


Figura 15: Interessi incassati da Banca d'Italia da QE2+PEPP (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Salgono gli interessi percepiti, ma si riduce l'utile versato allo Stato

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 15** mostra l'andamento crescente dal 2016 al 2022 degli interessi percepiti e giunti a sfiorare i 9 miliardi; nel contempo la detenzione di questi titoli presenta una perdita del 12,2% a causa della riduzione del valore di mercato. Gli interessi, insieme agli altri proventi incassati a seguito delle attività monetarie e di partecipazione, vanno a coprire le spese di funzionamento e, detratte le imposte versate allo Stato (1,3 miliardi nel 2022), generano un utile. Di questo utile, 340 milioni vengono distribuiti in dividendi ai 173 soci (banche, fondazioni bancarie e fondi pensione), mentre la parte rimanente di circa 1,7 miliardi viene trasferita allo Stato (**Figura 16**).

Nel 2022 Banca d'Italia ha incassato quasi 9 miliardi di interessi dallo Stato e ha trasferito allo Stato solo 3 miliardi in utili e imposte. A questo punto non è più una partita di giro.

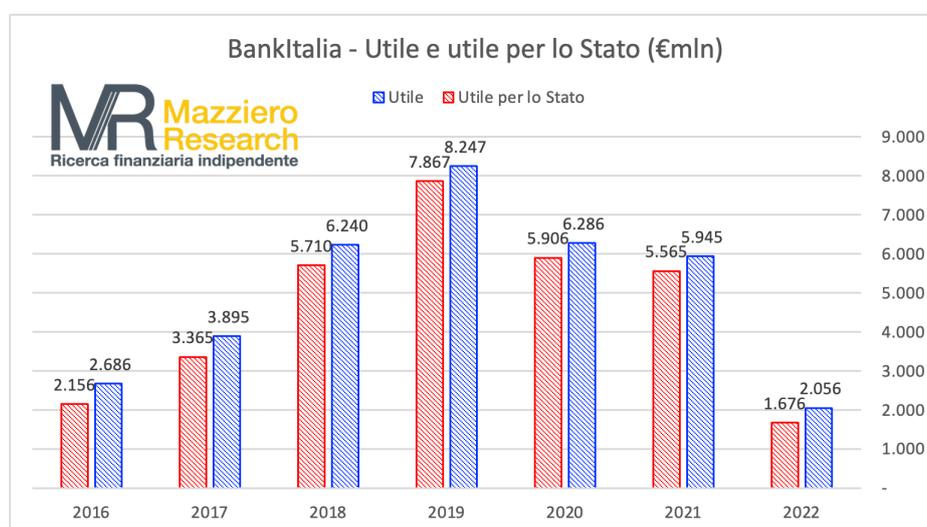


Figura 16: Utile di Banca d'Italia e quota girata allo Stato (Elaborazione su dati Banca d'Italia)

La bilancia commerciale

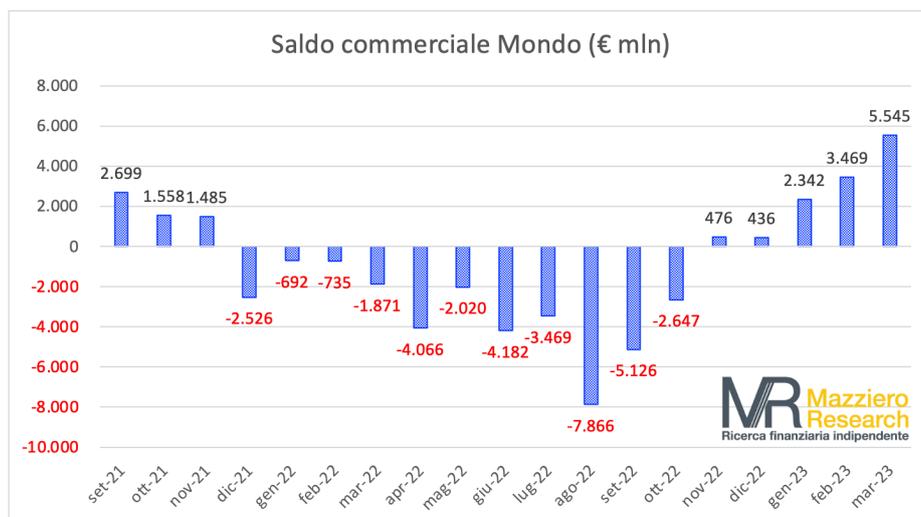


Figura 17: Saldo della bilancia commerciale Italia-Mondo (Elaborazione su dati Istat)

Bilancia commerciale ormai stabilmente positiva

La fase critica della nostra bilancia commerciale può dirsi ormai archiviata. Come si può osservare dalla **Figura 17** da dicembre 2021 a ottobre 2022 il valore delle importazioni superava quelle delle esportazioni a causa sia del dollaro forte, ma soprattutto del continuo rincaro dei prezzi energetici. È possibile notare come il valore maggiormente negativo sia stato raggiunto ad agosto 2022, quando il prezzo del gas europeo raggiunse i massimi a 340 euro al Megawattora.

Tuttavia, permangono ancora delle criticità, dato che è il commercio Extra UE che presenta valori estremamente positivi, mentre quello all'interno dell'Unione Europea si mantiene ancora in territorio negativo seppur in fase di attenuazione. La **Figura 18** mostra la ripartizione a livello geografico dei saldi commerciali cumulati nei primi 3 mesi del 2023. Sugeriamo di osservare più la tendenza di fondo che la precisione matematica, dato che la somma dei valori Extra UE e Intra UE non corrispondono a quelli del Mondo, probabilmente anche a causa della complessità merceologica e geografica dei dati del commercio estero.

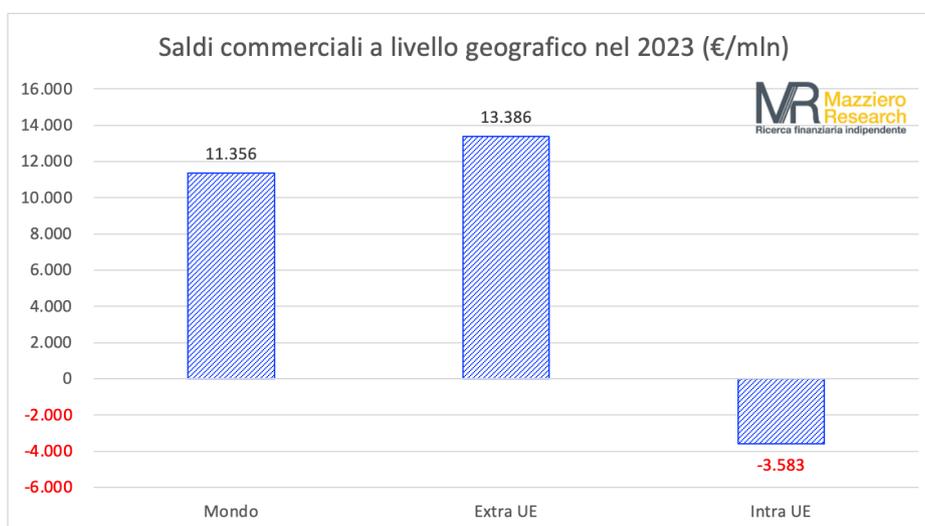


Figura 18: Saldi commerciali a livello geografico nei primi 3 mesi del 2023 (Elaborazione su dati Istat)

La produzione industriale e il commercio al dettaglio

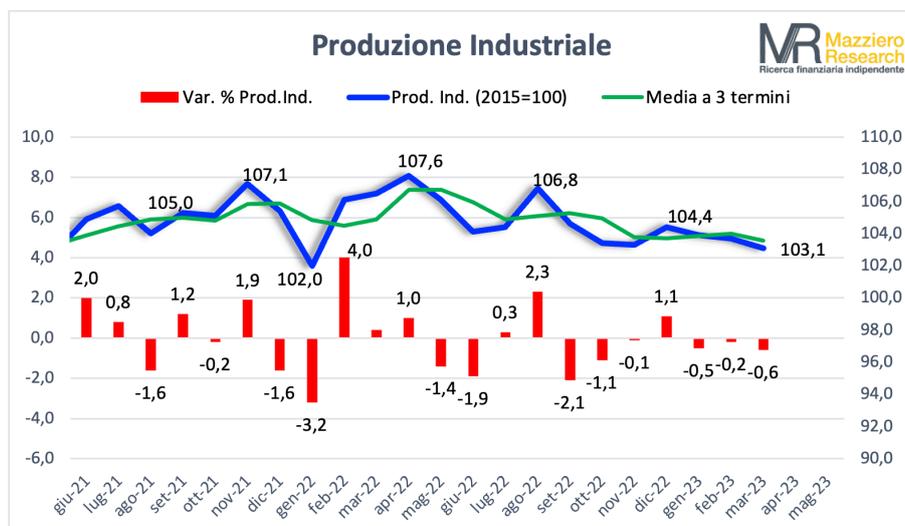


Figura 19: Produzione industriale da settembre 2020 a marzo 2023 (Elaborazione su dati Istat)

Produzione in declino e commercio in stallo

Quello che si prefigura su produzione industriale e commercio al dettaglio non è entusiasmante e l'esperienza ci insegna che prima o poi questi segnali si ripercuotono anche sul PIL. La **Figura 19** mostra l'andamento della produzione industriale e si può notare nella linea blu che da diversi mesi è ormai declinante, gli istogrammi rossi da inizio gennaio si presentano stabilmente negativi, segnalando un rallentamento che non è forte, ma è persistente e potrebbe diventare cronico.

La **Figura 20**, invece, riporta l'andamento del commercio al dettaglio in termini di valore (linea blu) e di volume (linea verde); le due linee sono sempre più divergenti e quella del commercio in valore non cresce più, segno che i consumatori trovandosi costretti a comprare minori beni a seguito della perdita del potere di acquisto non sono più disposti ad aumentare la somma da dedicare al carrello della spesa.

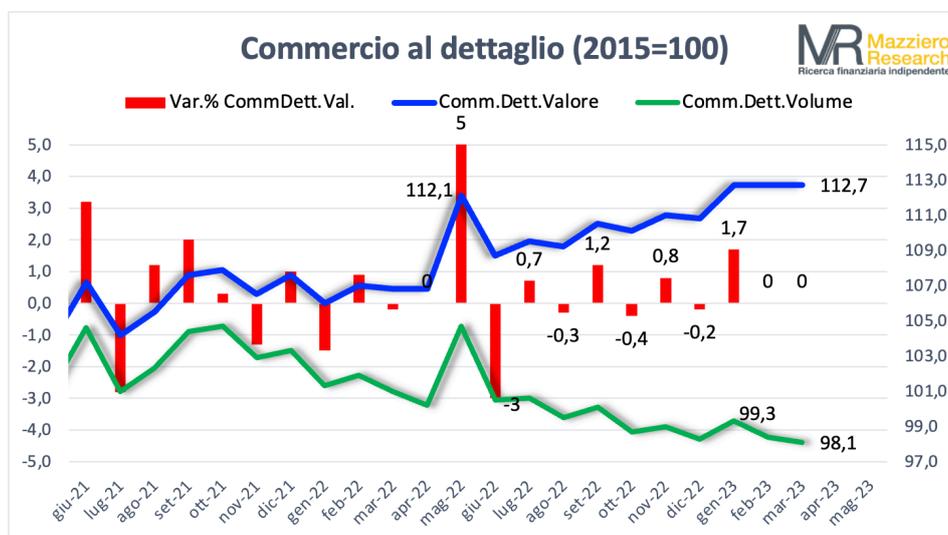


Figura 20: Commercio al dettaglio da settembre 2020 a marzo 2023 (Elaborazione su dati Istat)

Il Prodotto Interno Lordo



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

PIL +0,6% nel 1° trimestre, verso l'1,4% per l'intero 2023

Ancora una volta, la rilevazione in seconda battuta del PIL trimestrale da parte dell'Istat ha stupito in positivo: +0,6% nel 1° trimestre. Ricordiamo che si tratta di una misura in termini reali che non comprende quindi il fattore trainante rappresentato dall'inflazione.

A questo punto, qualora i prossimi 3 trimestri fornissero una crescita piatta (pari a zero), la crescita acquisita per l'intero 2023 sarebbe pari a +0,9%. Dobbiamo altresì ricordare che per crescita acquisita non s'intende assicurata dato che basterebbe un solo trimestre in negativo per far diminuire questo valore.

L'Italia si conferma comunque in una migliore condizione rispetto ad altri Paesi: a solo titolo di esempio Stati Uniti e Francia sono cresciuti nel 1° trimestre rispettivamente del +0,3% e +0,2%, mentre la Germania ha chiuso per il secondo trimestre consecutivo con il segno meno a -0,3% confermando una condizione di recessione tecnica.

Questa condizione tedesca è esacerbata soprattutto da fattori geopolitici, legata alle fitte relazioni commerciali con la Russia che si assottigliano sempre di più e a un ripensamento dei rapporti tra Europa e Cina, a cui la Germania è molto esposta.

Ma, proprio come abbiamo già accennato, questa fase di debolezza dell'economia tedesca potrebbe indurre i commissari della BCE a spingere un po' meno sull'acceleratore del rialzo tassi.

La **Tabella 3** riporta le nostre stime sul PIL dell'intero anno 2023 e dei singoli trimestri. Cautelativamente manteniamo il 2° e 3° trimestre con una crescita del +0,4%, sebbene in genere la stagione estiva sia favorevole all'economia italiana, e un progresso nullo nell'ultimo trimestre. Su base annuale, la crescita raggiungerebbe l'1,4%.

L'importazione e lo stoccaggio di gas

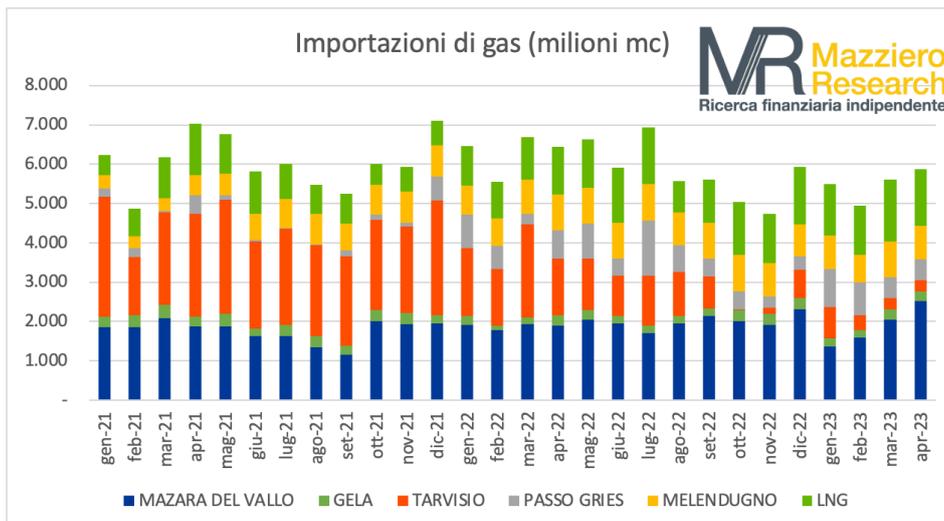


Figura 21: Livello cumulativo delle importazioni di gas per direttrice (Elaborazione su dati MISE)

Il punto sul gas in Italia

La **Figura 21** mostra l'andamento delle importazioni di gas suddivise per direttrice. Si può notare come le importazioni dalla Russia (Tarvisio), ma anche quelle dal nord Europa (Olanda e Norvegia – Passo Gries) si riducano. Il maggior fornitore è ormai l'Algeria (Mazara del Vallo) che comunque intrattiene buoni rapporti con Mosca e il cui transito avviene dalla Tunisia, Paese al momento economicamente instabile. Mentre l'Azerbaijan (Melendugno) sembra non essere in grado di crescere ulteriormente e necessiterebbe investimenti nelle varie stazioni di pompaggio per poterlo fare. Si mantengono sostenuti gli arrivi attraverso navi metaniere (LNG) ma servirebbe un'ulteriore capacità attraverso navi rigassificatrici in quanto mancano circa 1,2 miliardi di metri cubi al mese per ritornare ai valori storici.

La **Figura 22** mostra, comunque, un panorama confortante a livello di stoccaggi in Europa, l'Italia è ormai vicina al 75% del riempimento e non si era mai visto che in questi periodi dell'anno si raggiungessero livelli così alti. Se l'inverno prossimo fosse mite come quello passato già oggi potremmo considerarci al riparo, ma in ogni caso salvo temperature estremamente rigide non dovremmo risultare esposti a crisi di approvvigionamento.

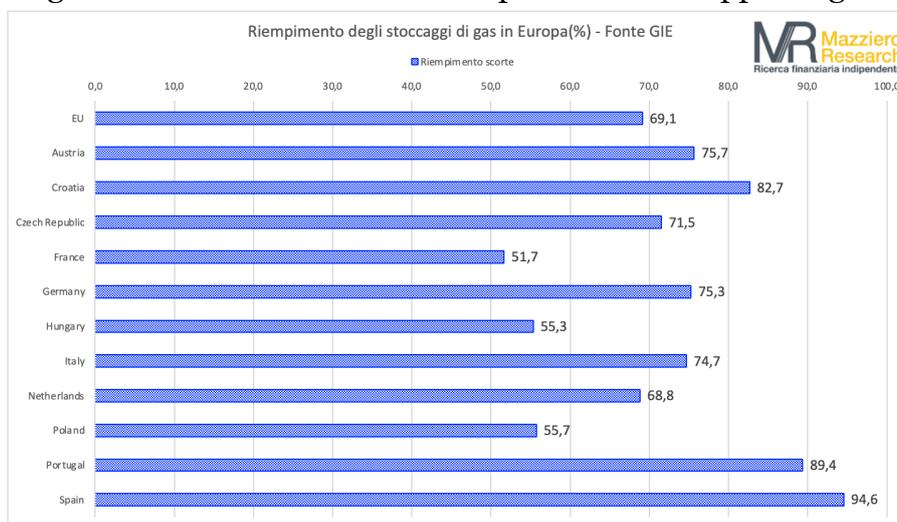


Figura 22: Livello degli stoccaggi di gas in Europa (Elaborazione su dati MISE)

L'inflazione

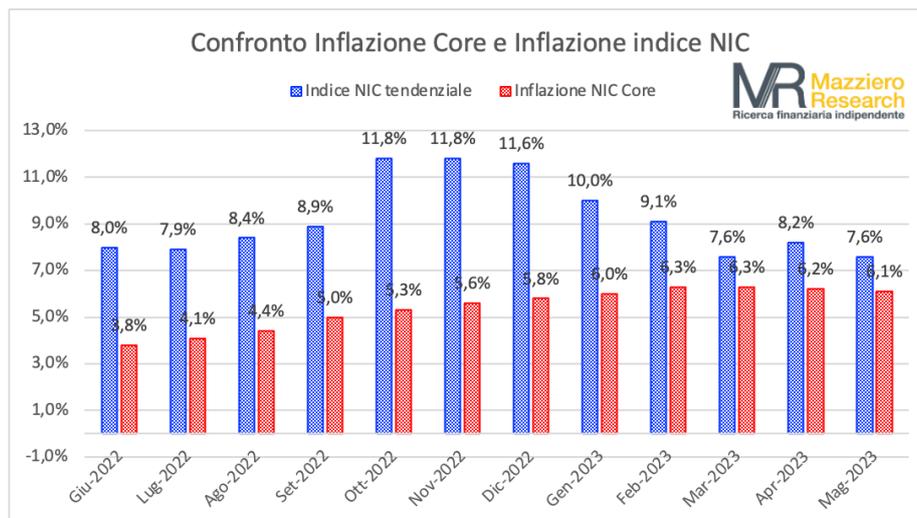


Figura 23: Valori di inflazione annua dell'indice NIC
(Elaborazione su dati Istat)

Come andrà l'inflazione nei prossimi mesi

La **Figura 23** mostra l'andamento dell'inflazione su base annua per il paniere generale (istogrammi blu) e componente di fondo che esclude alimentari ed energia (istogrammi rossi). Entrambi presentano una diminuzione, sebbene per la componente di fondo (anche denominata core) la discesa appaia poco pronunciata.

La **Figura 24** mostra l'andamento degli stessi indici, ma con variazioni mensili, questa visualizzazione ci permette non solo di vedere in dettaglio cosa succede mese dopo mese, ma anche di stimare l'evoluzione futura del valore annuale. Infatti, l'inflazione annuale comprende gli ultimi 12 mesi e ogni nuovo dato mensile che entra esclude dal conteggio il dato più vecchio della serie. Considerando la possibilità che il nuovo dato in ingresso possa essere maggiore o minore di quello uscente potremo stimare se nei prossimi mesi l'inflazione potrà salire o scendere.

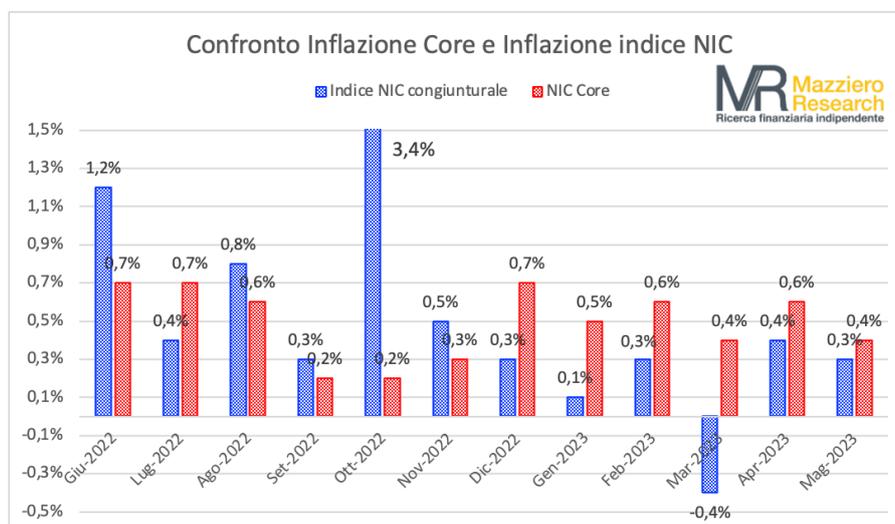
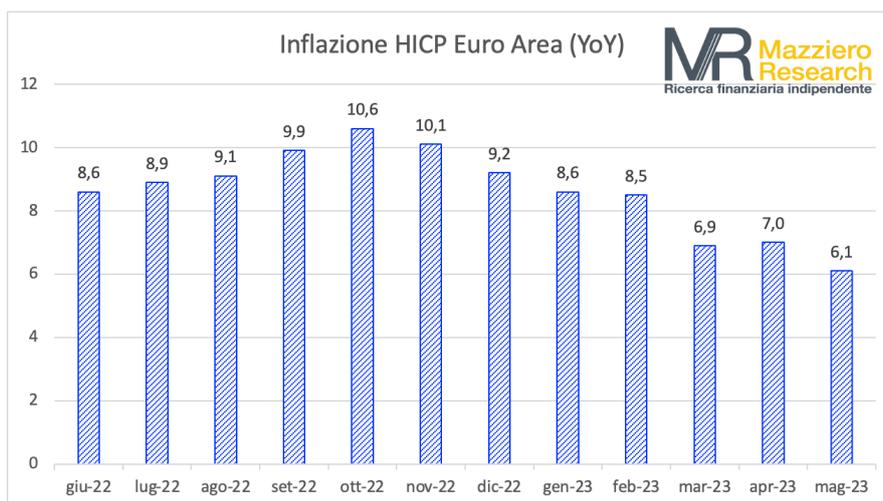


Figura 24: Variazioni mensili dell'indice NIC
(Elaborazione su dati Istat)

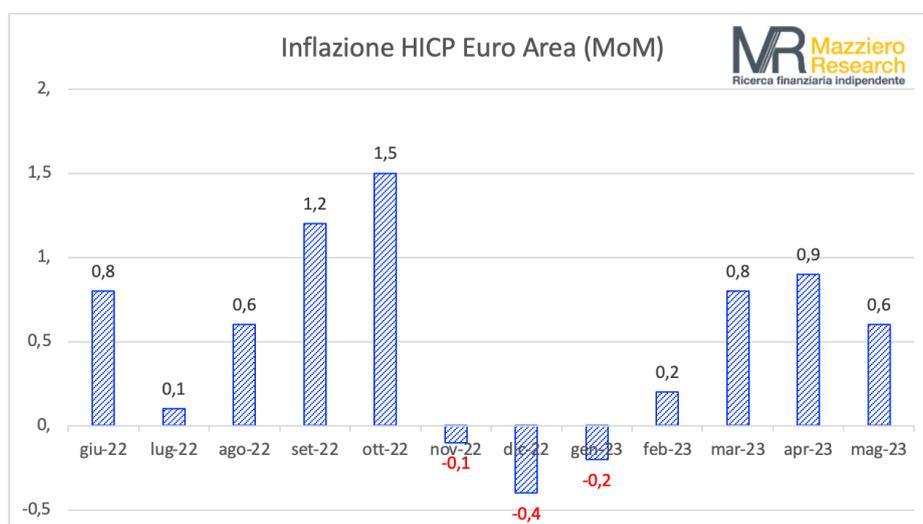


*Figura 25: Inflazione HICP annua nell'Euro Area
(Elaborazione su dati Eurostat)*

A giugno uscirà il dato del medesimo mese del 2022 e si può notare come questo sia stato particolarmente elevato sia nell'indice generale sia in quello core; quindi, vi è elevata possibilità che l'inflazione scenda, anche in modo deciso portandosi sotto il 7% per l'indice generale e sotto il 6% per quello core. Più difficile è che possa esservi un calo nel mese di luglio, dove l'indice generale nel 2022 era a 0,4%, valore molto vicino a quello attuale, mentre vi sono buone probabilità che l'indice core scenda.

Scorrendo nella serie possiamo notare che il mese più critico sarà settembre in cui i valori 2022 erano già molto bassi; a quel tempo potremmo quindi assistere a un rimbalzo dei valori dell'inflazione per poi avere un forte calo a settembre quando l'indice generale segnò +3,4%. La **Figura 25** riporta l'andamento dell'inflazione HICP (l'indice armonizzato che consente un confronto fra Paesi) nell'Euro Area; come si può notare anche in Europa l'inflazione sta scendendo ed è inferiore di circa un punto e mezzo percentuale rispetto a quella italiana.

La **Figura 26** mostra le variazioni mensili e anche in questo caso possiamo fare il medesimo esercizio di stima svolto per l'Italia. Il dato di giugno 2022 a +0,8% fa ben sperare che il prossimo mese l'inflazione possa scendere, mentre quello di luglio a +0,1% è talmente basso che difficilmente si potrà avere un valore inferiore e quindi fa pensare alla possibilità di un rimbalzo dei valori su base annua.



*Figura 26: Inflazione HICP mensile nell'Euro Area
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Il mercato del lavoro

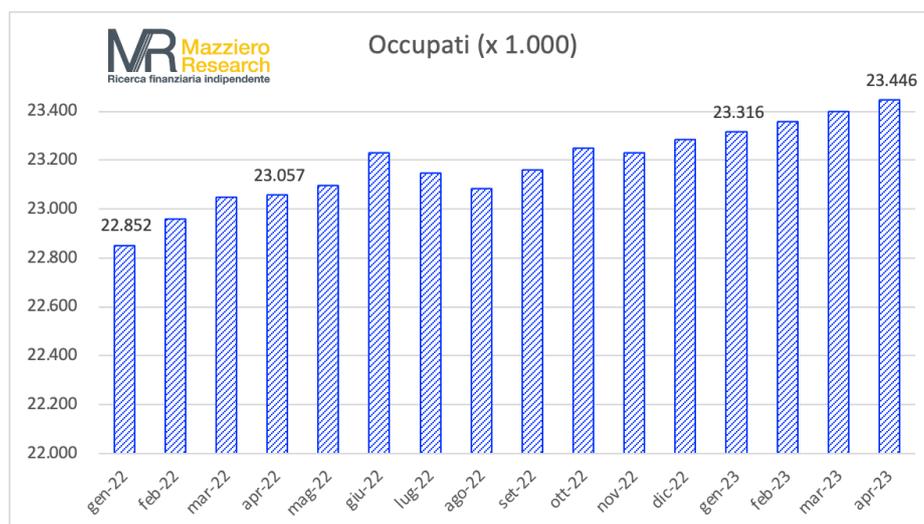


Figura 27: Occupati da gennaio 2022 ad aprile 2023
(Elaborazione su dati Istat)

Continuano ad aumentare i posti di lavoro

Prosegue il buon momento del mercato del lavoro: la **Figura 27** riporta l'andamento degli occupati e si può osservare la netta tendenza di crescita da gennaio 2022. Da gennaio dello scorso anno a gennaio 2023 i posti di lavoro sono saliti da 22,9 a 23,3 milioni, da gennaio ad aprile si sono aggiunti altri 130 mila posti raggiungendo i 23,4 milioni di lavoratori.

La **Figura 28** mostra invece la misura dei disoccupati: diminuiti di circa 120 mila unità da gennaio 2022 a gennaio di quest'anno, inoltre da gennaio ad aprile 2023 i disoccupati calano di ulteriori 40 mila unità.

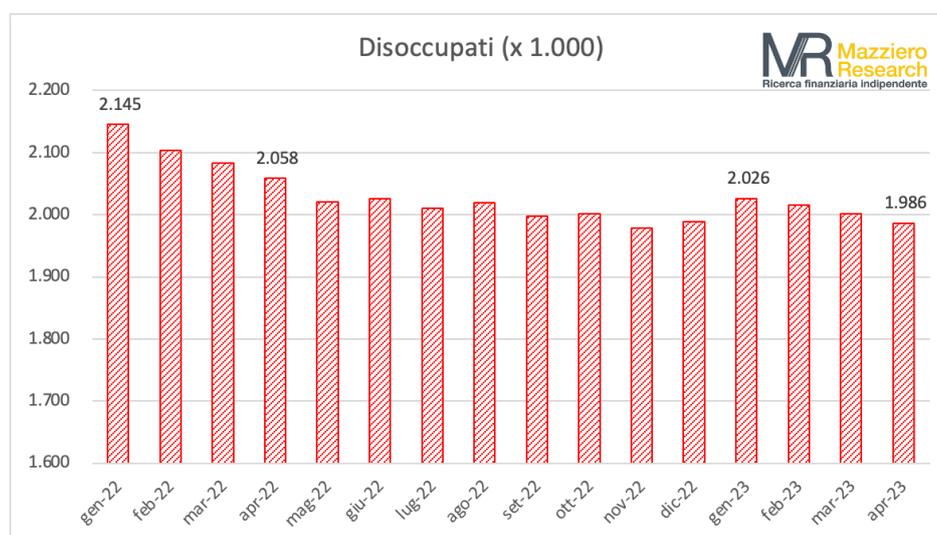
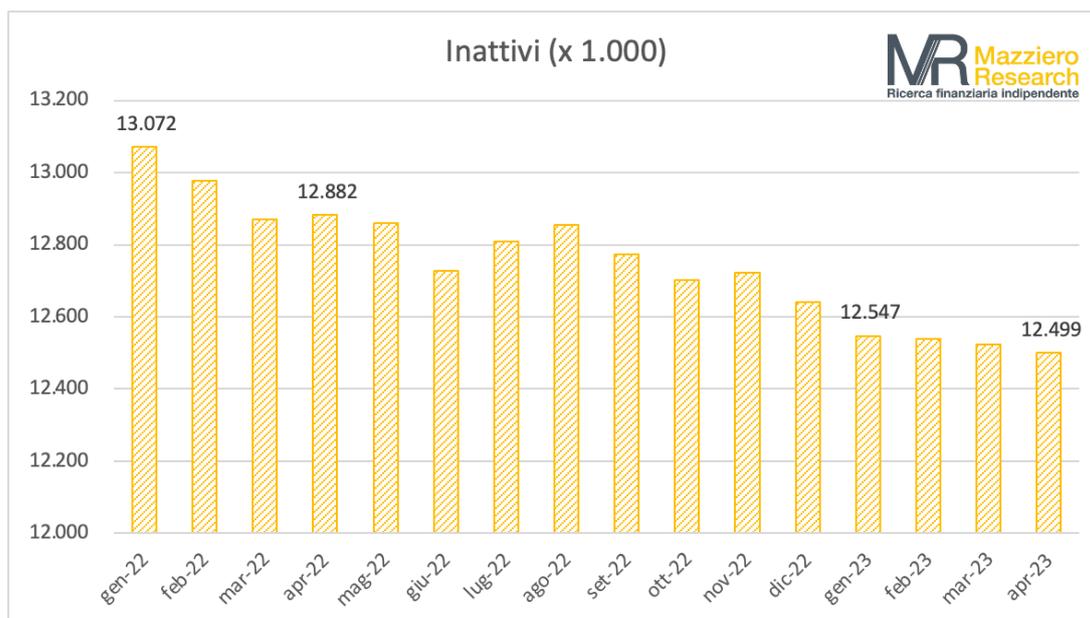


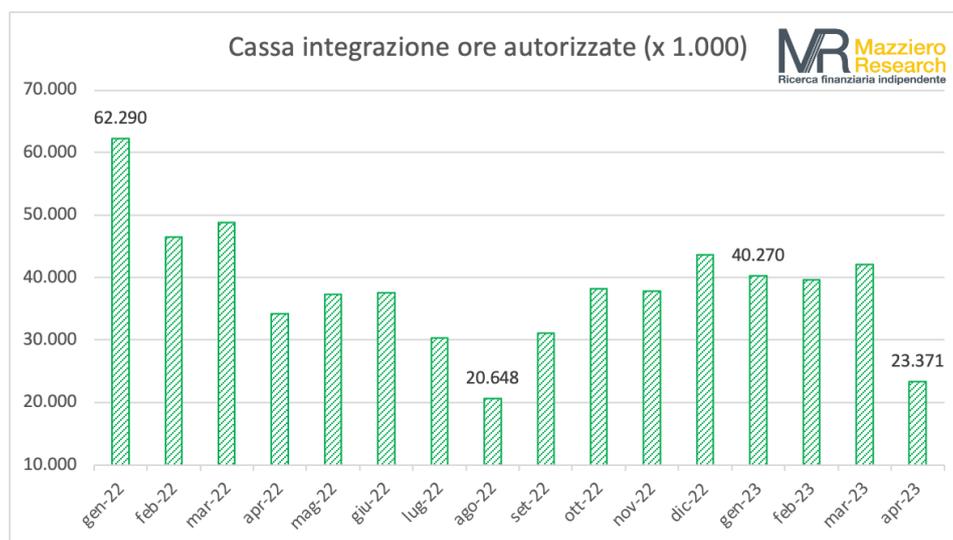
Figura 28: Disoccupati da gennaio 2022 ad aprile 2023
(Elaborazione su dati Istat)



*Figura 29: Inattivi da gennaio 2022 ad aprile 2023
(Elaborazione su dati Istat)*

Buone notizie anche sul fronte degli inattivi, cioè coloro che non effettuano ricerche di posti di lavoro e quindi non entrano a far parte delle forze di lavoro. La **Figura 29** mostra un calo da gennaio 2022 a gennaio 2023 di poco più di 500 mila unità, che scendono ulteriormente di quasi 50 mila unità da gennaio ad aprile.

Infine, forte calo anche nel ricorso alla Cassa integrazione: come si può notare nella **Figura 30** il mese di aprile ha segnato il valore più basso da gennaio 2022, ad eccezione dell'agosto dello scorso anno. Occorre comunque mantenere una certa cautela al riguardo, dato che nei mesi precedenti il numero delle ore autorizzate stazionava intorno a 40 milioni e il forte ribasso di aprile potrebbe costituire esclusivamente un fenomeno temporaneo destinato a ritornare verso la media.



*Figura 30: Cassa Integrazione da gennaio 2022 ad aprile 2023
(Elaborazione su dati INPS)*

Approfondimenti

Si apre la stagione dei grandi lavori

(Il commento)
di *Andrew Lawford, CFA*

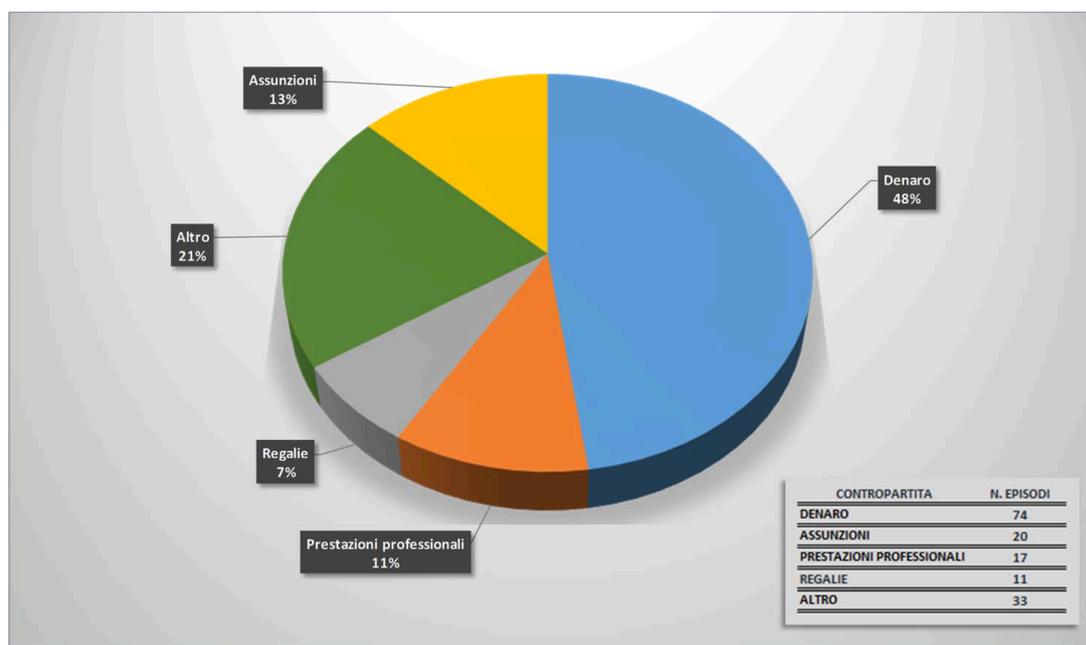
È fin troppo facile fare battute sul progetto per il Ponte sullo Stretto di Messina. Se non ci sono riusciti i romani, che di infrastrutture se ne intendevano, che speranza possiamo avere noi? Certo, abbiamo delle tecniche più avanzate e, grazie al PNRR, risorse ingenti da dedicarci, ma più che timore, dobbiamo avere la certezza che non basteranno né i €10 miliardi di costo stimato, né i 5 anni di tempo per la realizzazione. Del resto, il fatto che le previsioni di costo e tempistica nei grandi lavori pubblici siano quasi sempre sottostimate è un fenomeno che unisce tutte le nazioni, ed è frutto della cosiddetta “fallacia della pianificazione”, teorizzata negli anni '70 dagli studiosi Kahneman e Tversky. Questa teoria vuole che il processo di pianificazione strutturalmente sottostimi il costo e il tempo necessario per realizzare i progetti, in parte perché è davvero difficile capire l'interazione di tutti i fattori che vi influiscono e in parte perché gli attori coinvolti capiscono che se dovessero raccontare la verità, il progetto non verrebbe approvato.

Si può notare anche che il progetto parte con uno sfondo comico: l'attuale Ministro delle infrastrutture e dei trasporti è l'esponente di un partito che, fino a relativamente poco fa, puntava sulla scissione dell'Italia per lasciare il meridione al suo destino, mentre adesso si sta vantando del fatto che il Ponte dimezzerà i tempi di percorrenza Roma - Palermo. I politici non hanno nulla da invidiare ai camaleonti.

Ma senza volersi dilungare nei meandri del Ponte sullo Stretto - che sicuramente farà parlare molto di sé nei prossimi anni, concentriamoci sulla sorte dei piccoli lavori pubblici, ovvero quelli sotto la soglia di €5,38 milioni per cui con le nuove regole del

Codice degli Appalti non hanno bisogno di un bando di gara. Secondo l'analisi dei dati relativi al 2021 effettuata dall'Anac (Autorità Nazionale Anticorruzione), questa soglia fa sì che il 98,27% delle procedure per le assegnazioni dei lavori pubblici sarebbe stata senza la necessità di un bando di gara pubblico. È da notare che a livello di soldi spesi, questo 98,27% conta per circa €19 miliardi rispetto al totale di €43 miliardi, ma è sempre una cifra piuttosto importante - e presumibilmente destinata a crescere grazie al PNRR. In quei casi in cui non esiste l'obbligo del bando di gara, si procede all'affidamento diretto (per importi fino a €150 mila) oppure alla procedura senza bando (con 5 o 10 inviti a partecipare in base al superamento o meno della soglia di €1 milione).

L'analisi dell'Anac è abbastanza chiara sull'ambito della corruzione: i lavori pubblici contano per circa tre quarti del totale, quindi necessitano un impegno particolare, soprattutto considerando quanto può essere difficile scoprire la forma della corruzione stessa. L'utilizzo del denaro contante viene sempre meno (si stima in meno del 50% dei casi) e anche quando viene utilizzato, possono essere impiegate cifre di poca entità. Invece, si può assistere a contropartite quali l'assunzione o prestazioni professionali (nei confronti di parenti del corrotto, ad esempio).



*Figura 1: Contropartita della corruzione (2016 - 2019)
Fonte: Autorità Nazionale Anticorruzione*

La ragione per cui si procede con una riforma agli appalti pubblici è per snellire i processi che altrimenti rischiano di compromettere “l’assorbimento” delle ingenti somme a disposizione grazie al PNRR. Tuttavia, secondo Giuseppe Busia, Presidente

dell'Anac, anche se ci sono delle cose condivisibili nel nuovo Codice degli Appalti, bisognerebbe riconoscere che i veri colli di bottiglia nei lavori pubblici sono la fase di autorizzazione e la fase esecutiva. Secondo il suo parere, anche volendo escludere l'ipotesi della corruzione, alleggerire la fase di assegnazione dei lavori pubblici non porterà a un miglioramento dell'efficienza della spesa pubblica in quanto sarà fin troppo facile assegnare dei lavori di piccolo importo senza fare troppi sforzi per raffrontare preventivi e capire la vera convenienza delle offerte fatte.

Si può sperare che il processo di digitalizzazione porterà sempre maggiore trasparenza e fruibilità dei dati messi a disposizione. È proprio nella possibilità di analizzare sistematicamente i lavori pubblici che si potrà contrastare il malaffare: c'erano 62.812 procedure per l'assegnazione di lavori pubblici nel 2021 - un numero gigantesco che avrà reso possibile l'identificazione di solo alcuni dei casi più eclatanti di corruzione e malaffare. L'elaborazione digitale dei dati standardizzati raccolti per tutti gli appalti dovrebbe permettere uno scrutinio minuzioso che permette di segnalare le situazioni da controllare.

Bibliografia

La corruzione in Italia (2016 - 2019) - Numeri, luoghi e contropartite del malaffare;
Autorità Nazionale Anticorruzione - www.anticorruzione.it -
<https://www.youtube.com/@anacnazionale>

Ponte sullo stretto, cantieri al via a giugno 2024. In vigore anche il codice degli appalti;
Il Sole 24 Ore - 31/03/2023

La BCE e il modello recessivo di gestione dell'inflazione.

(Note economiche)
di Gabriele Serafini

1. Introduzione.

La Banca Centrale Europea (BCE) afferma che, indipendentemente dalla causa originaria, l'inflazione dipenda anche dalle aspettative di rialzo dei prezzi, che incidono sui comportamenti dei consumatori e sui prezzi praticati da parte delle imprese.¹

Per quanto riguarda il comportamento delle imprese, l'ipotesi indica che le aspettative si realizzano in quanto le imprese aumentano i prezzi in funzione della stima di un rincaro dei propri costi. In questo modo, mediante quel fenomeno definito di "ancoraggio" delle aspettative di inflazione, un'attesa di rincari si realizza effettivamente, in quanto le aspettative si trasformano in un aumento dei prezzi praticati dalle imprese sul mercato. Il meccanismo, evidentemente, non si fonda solamente sui prezzi di offerta, proposti dalle imprese, ma necessita anche dell'effettiva possibilità che i prezzi dei contratti conclusi, ossia delle vendite, siano quelli stabiliti in rialzo da parte delle imprese, rispetto ai prezzi precedenti. È cioè necessario che il sistema economico sia basato sulla determinazione dei prezzi da parte delle imprese e che lo siano in funzione di un certo ricarico sui costi, noto in economia col nome di *markup*, siano essi già stati sostenuti o siano inizialmente solo stimati dalle imprese.

Tale meccanismo di formazione dei prezzi, negli ultimi decenni, è in effetti sempre più considerato, sia nella modellistica economica² che nella

¹ <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/inflation-expectations.it.html#:~:text=Le%20aspettative%20delle%20persone%20contano,aspettarsi%20che%20rimarr%C3%A0%20sempre%20cos%C3%AC>.

Inflation expectations and their role in forecasting (europa.eu)

Anche la Banca d'Italia è dello stesso avviso:

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0712/index.html> ;

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0624/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>

² Vedi, ad esempio:

https://www.agenziacoessione.gov.it/wp-content/uploads/2021/02/CPT_AnalisiDEFRC3.pdf.

manualistica divulgativa.³ Il motivo, evidentemente, è che è ritenuto maggiormente adeguato a rappresentare l'economia reale, che ha le caratteristiche di un sistema di concorrenza imperfetta.⁴

Secondo tale ipotesi, le imprese hanno quindi un "potere di mercato" che si sostanzia nel riuscire a fissare i prezzi in modo da ottenere un certo profitto, accettando quindi la conseguenza di una eventuale riduzione della domanda del proprio *output* al crescere del prezzo praticato.

Nel caso particolare dell'inflazione e della politica monetaria che la BCE sta realizzando per combatterla, è quindi ipotizzato che, senza intervento della politica monetaria, le imprese tendano a perseverare nell'aumento dei prezzi del proprio *output*, mentre, tramite un rialzo dei tassi di interesse, i prezzi dell'*output* siano destinati a rallentare la corsa al rialzo. È questa l'essenza della disinflazione perseguita dalla BCE, ossia della riduzione del tasso di aumento dei prezzi dai valori odierni verso valori inferiori ma prossimi al 2% annuo.

Ebbene, in questo breve intervento spieghiamo perché, a nostro avviso, questo meccanismo che lega il rialzo dei tassi alla riduzione dell'inflazione, per un verso sia basato su una ipotesi contraddittoria e, per un altro, sia destinato a costituire una politica economica necessariamente recessiva.

2. Il meccanismo contraddittorio.

L'ipotesi alla base del meccanismo in questione, come detto, ritiene che le imprese si comportino utilizzando il proprio potere di mercato, e quindi stabilendo un certo ricarico sui propri costi, per poi procedere a vendere la quantità richiesta dal mercato stesso. Le imprese possono operare in questo modo in quanto il mercato non sia perfettamente concorrenziale e permetta loro di stabilire un profitto, mediante l'apposizione di un *markup* da aggiungere ai costi sostenuti.⁵

³ Il noto manuale di macroeconomia di Olivier Blanchard (Id, *Macroeconomia*, il Mulino, Bologna, 2021) è infatti impostato in questo modo.

⁴ Spesso, un modello di questo tipo è definito di concorrenza monopolistica ma questo non è necessariamente vero. Il modello di concorrenza monopolistica, infatti, prevede certamente che vi sia un certo *markup* in funzione del potere di mercato delle imprese ma esso è costruito in modo tale da ritenere che questo profitto permanga solo nel breve periodo. Ossia, nel corso di un arco di tempo durante il quale altre imprese riescono ad entrare nel mercato e a erodere progressivamente i margini di guadagno degli altri concorrenti, si giunge a determinare una struttura di mercato che nel tempo prevede l'azzeramento dei *markup*, ossia di ciascun margine di profitto. In questo caso, invece, come del resto nel modello presentato nel testo di O. Blanchard prima richiamato, il margine di profitto stabilito secondo il criterio del *markup* permane anche oltre il breve periodo (vedi: Blanchard, *Macroeconomia*, cit., p. 240 e ss.). Esso, più in generale, può quindi essere definito un modello di concorrenza imperfetta.

⁵ In questo modo, le imprese non operano razionalmente - secondo quanto invece sarebbe previsto dalla teoria microeconomica, e quindi puntando a massimizzare il profitto - ma perseguendo un certo profitto unitario. Tale aspetto è ovviamente rilevante ma esula dall'oggetto di questo intervento.

Questa è la descrizione del sistema economico dal quale procede la BCE per sostenere che, quando le aspettative sull'andamento dei prezzi sono al rialzo, queste stesse siano una causa dell'inflazione. A partire da questo, per ridurre l'inflazione la BCE ritiene quindi necessario ridimensionare le aspettative sui prezzi per indurre le imprese a rivedere al ribasso le proprie strategie di rialzo dei prezzi.

Il punto centrale, relativo alla politica monetaria disponibile per indurre questo meccanismo, consiste nel fatto che la BCE ritenga che per spingere i comportamenti delle imprese a rivedere al ribasso le proprie aspettative, sia coerente intervenire mediante un rialzo dei tassi di interesse.

I tassi di interesse, come noto, costituiscono, nella teoria economica, il costo dei prestiti che i privati e le imprese contraggono per acquistare e investire. Il legame fra l'aumento dei tassi e la riduzione dell'inflazione deve quindi risiedere nell'aumento dei costi di acquisto e di investimento che possa causare una certa variazione nelle aspettative di vendita, in grado di ingenerare una riduzione generale del saggio di crescita dei prezzi dei prodotti. Il legame è quindi da indagare sia con riferimento ai prezzi di vendita che alle quantità offerte. Il meccanismo contraddittorio, a nostro avviso, riguarda proprio la formazione dei prezzi e il rapporto con le quantità offerte. Spieghiamo perché. Il presupposto per l'intervento di politica monetaria consiste nel ritenere che, senza l'intervento della BCE, le imprese continuino ad aumentare i prezzi dei propri prodotti, senza attendersi quindi una contrazione della domanda degli stessi; ossia che l'inflazione sia destinata a permanere in caso di invarianza delle aspettative al rialzo dei prezzi da parte delle imprese, in quanto le imprese, senza una variazione dei tassi di interesse, non si attenderebbero una diminuzione della domanda, nonostante la crescita degli altri prezzi. Questo accadrebbe per effetto delle aspettative, indipendentemente dalla tipologia dei prezzi che possano aumentare, e riguarderebbe le scelte di tutte le imprese, ossia anche di quelle fornitrici delle imprese che producono beni di consumo. L'incremento dei prezzi, secondo questa ipotesi di ancoraggio delle aspettative, dunque, accadrebbe in quanto le imprese hanno aspettative di rialzo dei propri costi ma anche, evidentemente, in quanto avrebbero spazio per aumentare i propri prezzi di vendita, senza attendersi di incontrare una limitazione significativa della domanda che possa disincentivarle a realizzare ulteriori rialzi, e incorrere in un eccesso di offerta finendo per rimanere con una parte rilevante della produzione invenduta.

Questo è quindi il presupposto dal quale parte la BCE per la decisione di alzare i tassi: senza l'aumento dei tassi, le imprese procederebbero ancora ad aumentare i prezzi. Dunque la domanda che tale strategia della BCE suscita è: perché le imprese dovrebbero finire per ridurre l'incremento dei prezzi, nel caso in cui i tassi sui prestiti aumentassero? La risposta ha evidentemente a che fare col punto dirimente: tramite quale meccanismo, la BCE ritiene che un

aumento dei tassi induce le imprese a ridurre le aspettative di crescita dei prezzi? La risposta è che, in caso di aumento dei tassi, le imprese stimano una riduzione della domanda di prestiti, quindi del capitale monetario a disposizione per gli investimenti, ossia della produzione in grado di essere effettuata, con effetti negativi sulle assunzioni di lavoratori, dunque sui redditi dei consumatori e quindi sulla domanda in generale, causando una revisione al ribasso delle aspettative di vendita e riducendo la probabilità di rialzi dei prezzi e quindi il numero effettivo dei prezzi rivisti al rialzo.

Se questa è la sequenza ipotizzata dalla BCE, è necessario considerare che, secondo questa ipotesi, il denaro sarebbe un bene così particolare da costituire l'unico elemento il cui aumento di prezzo sia in grado di determinare una attesa riduzione dell'offerta dei prodotti, laddove un incremento del costo di acquisto di qualsiasi altro bene o fattore produttivo, sarebbe invece in grado di essere ribaltato sui prezzi di vendita. Questo significa che, affinché questa ipotesi abbia senso, la *legge della domanda*, che prevede che all'aumentare del prezzo diminuisca la domanda di un bene, dovrebbe valere solo per il denaro, ossia per i prestiti, mentre non varrebbe per tutti gli altri beni, il cui prezzo sarebbe in relazione con la domanda mediante il criterio del *markup*, prima evidenziato. Secondo quest'ultimo meccanismo, all'aumentare dei costi si determina un aumento dei prezzi di vendita, senza che si vada incontro a una riduzione attesa della domanda tale da indurre un freno automatico alla traslazione sui prezzi a valle, dei costi sostenuti a monte, per i beni produttivi. Anche se il sistema assunto dalla BCE prevede, come oggi diffuso, che un aumento dei costi sia ribaltato sui prezzi mediante l'apposizione di un *markup* sui costi, questo stesso sistema sembrerebbe quindi non valere per il mercato dei prestiti, tanto che per indurre una diminuzione delle aspettative di rialzo dei prezzi, e quindi dell'inflazione, si ipotizza che sarebbe efficace un aumento dei tassi di interesse sui prestiti. Se focalizziamo bene l'attenzione sul ruolo delle aspettative, ci accorgiamo che il punto nodale che emerge è il seguente: un rialzo effettivo del costo dei prestiti dovrebbe essere in grado di far temere alle imprese una recessione, come effetto di una riduzione attesa dei prestiti e l'attivazione della catena che prima abbiamo indicato, fino a indurle a rivedere al ribasso le proprie aspettative di aumento dei prezzi, *prima* che si realizzi effettivamente una recessione. Proprio in questo modo si potrebbe ritenere, come infatti del resto si ritiene, che l'arte di una politica monetaria efficace sia quella in grado di indurre una riduzione dei prezzi senza indurre una recessione.

Rimane il fatto che il costo del denaro sia ritenuto l'unico in grado di indurre questo ribasso delle aspettative, in un mercato nel quale invece tutti gli altri rincari dei prezzi delle altre merci non sarebbero in grado di far ridimensionare le aspettative di rialzo dei prezzi, ma agirebbero insieme, nella direzione inversa di alzare le stime dei rincari sostenendo quindi l'inflazione. In ogni

caso, secondo questo meccanismo, non solamente i prestiti costituirebbero l'unica tipologia merceologica in grado di indurre un ribaltamento delle aspettative di inflazione, mediante l'azione della BCE, ma essi sarebbero anche l'unica tipologia merceologica in grado di mediare una riduzione del *markup* e quindi del profitto delle imprese, mediante una realizzazione preventiva ed effettiva della variazione delle aspettative. Nonostante quindi il criterio del *markup* sia proprio il meccanismo mediante il quale la BCE ritiene che si stabiliscano i prezzi nel sistema economico, un aumento dei tassi di interesse sarebbe l'unico strumento in grado di indurre una riduzione delle aspettative di inflazione e quindi una riduzione dei profitti tramite una contrazione della crescita dei prezzi, prima di poter determinare a una recessione. Il meccanismo del *markup* sarebbe quindi il meccanismo tipico del mercato ma esso *non* costituirebbe il modo in cui si trasmette la decisione di politica monetaria di aumento dei tassi di interesse, in quanto si prevede che un aumento del costo del denaro causi una diminuzione dei profitti, costituendo l'unico dispositivo in grado di invertire le aspettative di inflazione, prima di determinare una recessione.

Ecco che, allora, il punto centrale della incongruenza è relativo proprio al funzionamento del mercato dei prestiti. Affinché questo effetto di politica monetaria possa essere considerato efficace, esso deve infatti prevedere che un aumento del costo del denaro non causi una diminuzione effettiva dei prestiti contratti ma neppure un ribaltamento del costo aumentato sui prezzi a valle praticati dalle imprese. Quindi la sequenza diventa davvero economicamente difficile da poter essere ritenuta valida: una variazione del costo del denaro indotta dalla BCE non causerebbe una diminuzione della domanda di prestiti ma solo una diminuzione attesa dei prestiti, e non sarebbe ribaltata sui prezzi ma determinerebbe direttamente una riduzione dei profitti. Solo per mezzo di questa sequenza si può ritenere che la politica monetaria di rialzo dei tassi di interesse, finalizzata alla riduzione dell'inflazione, possa essere efficace senza causare una recessione ma solo una attesa di una recessione, che poi non si realizzerebbe. Secondo tale sequenza ipotizzata dalla BCE, quindi, per la quale le imprese *non* procedono a ribaltare i costi incrementati dei finanziamenti sui prezzi di vendita dei propri prodotti, non sarebbe neppure plausibile ritenere che esse procedano a ridurre le aspettative di vendita e quindi la propria offerta, mentre procederebbero solo a rivedere al ribasso la programmazione di un aumento dei propri prezzi. Pertanto - sempre per assunto della BCE -, mentre tutte le imprese sarebbero propense a ribaltare sui prezzi gli altri costi, la riduzione della offerta non avverrebbe neppure per quella parte di imprese che necessitano di accedere al credito in quanto esse non procederebbero a ribaltare l'aumento del costo del denaro sui prezzi di vendita.

L'incoerenza economica di tale sequenza è quindi data dal fatto che, per essere efficace, tale politica monetaria dovrebbe determinare una effettiva riduzione

dei profitti e una aspettativa di recessione, senza passare per una riduzione dei prestiti richiesti e degli investimenti realizzati. La recessione è quindi esclusa dalle conseguenze di un rialzo dei tassi di interesse, in tale sequenza della BCE, solo per mezzo di una logica e implicita ipotesi fantasiosa, circa il mantenimento del livello dei prestiti e degli investimenti che sarebbe effettuato dalle imprese, nonostante le loro attese di recessione, e nonostante l'aumento del costo del denaro, che quindi inciderebbero solo sui profitti senza ridurre la loro offerta, senza ridurre la domanda di prestiti, quindi gli investimenti e la produzione.⁶

3. La politica monetaria di disinflazione causa sempre una recessione.

L'effetto di riduzione dell'inflazione indotta dall'aumento dei tassi non può quindi implicare logicamente l'esclusione di una recessione, come sua vera causa diretta; ciò in quanto le imprese che stimano una recessione e sperimentano una diminuzione dei profitti, non potranno che diminuire la richiesta di prestiti e ridurre il tasso di investimenti.

A questo, inoltre, bisogna aggiungere che quella parte di imprese che non intende accedere a un credito aggiuntivo, o che sostenga determinate tipologie di costi che è in grado di ribaltare sui prezzi mediante il meccanismo del *markup*, continuerebbe a mantenere le attese di rialzo dei prezzi e quindi a perseverare nel sostenere il meccanismo inflattivo esistente - sempre secondo l'ipotesi della BCE.

Nel sistema economico, infatti, la BCE ipotizza che esista un comportamento delle imprese che procederanno a ridurre le aspettative di crescita dei prezzi, in relazione all'aumento dei tassi di interesse, ma sempre all'interno di un sistema economico nel quale i prezzi si formano mediante l'apposizione di un *markup* sugli altri costi effettivamente sostenuti o attesi dalle imprese. Questo significa che nel sistema economico vi siano due effetti: un sostegno all'aumento dei prezzi, dovuto all'aumento degli altri costi, e una riduzione dell'aumento dei prezzi, dovuto all'aumento del solo costo dei prestiti.

⁶ Da quando, luglio 2022, ha avuto inizio la strategia di rialzo dei tassi da parte della BCE, in Italia i profitti non sono invece diminuiti, mentre la domanda di prestiti ha registrato una diminuzione negli ultimi due trimestri, e la produzione industriale è diminuita, nel primo trimestre 2023. Questo è confermato dai rapporti della Banca d'Italia che hanno rilevato, negli ultimi mesi, un aumento dei ricavi su ciascun prestito e una riduzione del numero di prestiti, mentre l'inflazione non è diminuita:

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanziamenti-raccolta/2023-finanziamenti-raccolta/statistiche_STAFINRA_20230331.pdf, p. 14;

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2023-1/RSF_1_2023.pdf, p. 5.

<https://www.istat.it/it/archivio/284304>.

Tali dati non sono però essenziali in quanto contemporaneamente lo Stato ha realizzato anche strategie espansive di politica fiscale che contrastano con la sequenza implicata nella politica monetaria della BCE. È quindi possibile solo teorizzare i risultati di una tale politica economica, ben sapendo che i risultati reali dipenderanno dal procedere del complesso della politica economica e non solo.

Come conseguenza della combinazione di questi due effetti, e nell'ipotesi di prevalenza dell'effetto di riduzione delle aspettative di crescita dei prezzi dovuta all'aumento dei tassi di interesse, come ipotizzato dalla BCE, è allora necessario chiarire che l'eventuale riduzione tendenziale dell'inflazione interverrebbe solo come passo successivo a una recessione. Questo è un punto cruciale.

Come sarebbe coerente attendersi seguendo l'assunto della BCE, un iniziale aumento dei tassi, porta a una contrazione dei profitti. Da questo punto in poi, contrariamente a quanto implicito nella sequenza della BCE, si realizza invece verosimilmente una diminuzione della domanda di prestiti, e quindi una riduzione degli investimenti, con una concomitante e conseguente contrazione della produzione e della domanda. Questa sequenza potrebbe allora portare a una riduzione delle stime di crescita dei prezzi.

Questo significa, però, che proprio partendo dall'assunto della BCE, spiegare esplicitamente determinati comportamenti mediante alcune delle mediazioni necessarie, porta a comprendere come una riduzione dell'inflazione passi necessariamente per una recessione *effettiva*, piuttosto che per una recessione meramente *attesa*. Se una parte delle imprese ribalta i costi sui prezzi, infatti, mentre un'altra parte subisce l'aumento dei tassi mediante una riduzione dei profitti, un'eventuale complessiva contrazione della crescita dei prezzi si può realizzare solo in quanto prevalga la contrazione dei profitti, rispetto all'aumento dei prezzi, e quindi prevalga una contrazione dell'offerta. Il passo dell'aumento dei tassi di interesse non è infatti *direttamente* collegato all'effetto sui prezzi, proprio perché è *mediato* da una contrazione dei profitti, che porta a una contrazione dei prestiti, a una riduzione degli investimenti, e quindi dell'offerta, e solo allora a una revisione delle strategie di aumento dei prezzi da parte delle imprese.

Esso è inoltre più lontano nel tempo. Infatti, dapprima si contrae il saggio di profitto e la richiesta di prestiti; quindi si contrae il saggio di investimento e si riduce l'offerta; pertanto l'occupazione e i redditi si riducono, in accompagnamento e per mezzo di questi, riducendo le prospettive di vendita, e dunque l'inflazione attesa o addirittura i prezzi. Ecco che il collegamento fra l'aumento dei tassi della BCE e la riduzione dell'inflazione - in vigenza dell'assunto della determinazione dei prezzi delle imprese mediante un ancoraggio delle aspettative d'inflazione - è mediato dall'effetto di riduzione della produzione e quindi è anche spostato nel tempo e soggetto a possibili variazioni delle relazioni che ne possano contrastare l'effettivo realizzo.

4. Conclusioni.

Possiamo quindi ritenere che non ci sia logicamente spazio per una gestione “artistica” della manovra di aumento dei tassi di interesse che, in un sistema di concorrenza imperfetta, in cui i prezzi sono stabiliti mediante un *markup* sui costi, sia in grado di indurre una riduzione dell’offerta che sia meramente attesa - per mezzo di una riduzione dei profitti invece effettiva - tale da determinare direttamente una riduzione del saggio di crescita dei prezzi.

Secondo il meccanismo attivato dalla BCE, invece, l’inflazione potrebbe diminuire solo in conseguenza di una recessione causata proprio da quel rialzo dei tassi d’interesse, e solo per effetto dello svolgimento di un arco di tempo nel corso del quale si potrebbe realizzare l’effetto recessivo, a condizione che non si realizzino, nello stesso arco di tempo, effetti contrastanti.

Ad oggi, è sufficiente leggere i dati dell’ISTAT e della Banca d’Italia per vedere gli effetti indotti dalla politica monetaria della BCE e comprendere come, per ora, questi siano stati contrastati dalla politica economica espansiva realizzata nei mesi scorsi mediante una spesa pubblica in *deficit*. Il punto è che tale spesa pubblica ha causato un aumento del peso, rispetto al PIL, del debito pubblico e quindi degli interessi passivi sul debito pubblico, nel quale si è innestato proprio l’incremento dei tassi d’interesse stabilito dalla BCE, e s’innesterà, di qui a poco, il ripristino dei vincoli al bilancio pubblico da parte dell’Unione Europea.

Se non si inizia, quindi, sin da subito, a rimediare a questo triplice attacco all’economia reale, dato dall’aumento dei tassi di interesse, l’aumento degli interessi passivi e il ripristino di vincoli restrittivi europei al bilancio pubblico, non si potrà che causare una recessione e una depressione severa e durature, che temiamo saranno in grado di minare anche la stabilità politica, oltre che quella economica, del nostro Paese.

Conclusioni

a cura di Maurizio Mazziero

Il debito continua ad essere il tallone d'Achille dell'economia italiana, record dopo record siamo arrivati a marzo a 2.790 miliardi e questo mese oltrepasseremo i 2.800 miliardi. Probabilmente l'anno prossimo supereremo i 3.000 miliardi per qualche mese e, seppur chiudendo il 2024 al di sotto di questa soglia, dal 2025 resteremo stabilmente al di sopra di questa cifra.

Il tutto si accompagna a rendimenti dei titoli di Stato molto elevati: i BTP decennali hanno cedole oltre il 4%, con rendimenti medi superiori del 3% rispetto ai titoli che vengono rimpiazzati dalle nuove emissioni.

Di conseguenza la spesa per interessi nei prossimi anni continuerà a porre sotto pressione i conti pubblici, limitando gli spazi di manovra del bilancio. A tal proposito si scopre nel Documento di Economia e Finanza del Governo che la spesa sanitaria salirà molto meno dell'inflazione e addirittura scenderà se rapportata al PIL dal 6,9% del 2022 a meno del 6,2% nel 2026.

Se questi sono gli aspetti critici, non mancano gli aspetti positivi, con una crescita del PIL che ha segnato il +0,6% nel 1° trimestre, molto al di sopra di Stati Uniti, Francia e Germania, ormai caduta in recessione tecnica. Su base annua quest'anno potremmo raggiungere una crescita dell'1,4%.

La bilancia commerciale è tornata stabilmente positiva e le esportazioni continuano ad ampliare il divario rispetto alle importazioni. Qualche segnale di debolezza viene invece dalla produzione industriale e dal commercio al dettaglio che sembrano non riuscire a tenere il passo.

Infine, buone notizie dal mercato del lavoro che continua ad ampliare la platea degli occupati, insieme a una costante riduzione dei disoccupati.

Nel complesso siamo di fronte a luci e ombre legate anche alla situazione economica internazionale, ma che costringono a non perdere la bussola restando concentrati sull'equilibrio dei conti pubblici, vero nostro punto debole.

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. *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	2.410.200	1,50%	134,10%	0,50%	0,50%
Anno 2020	1.661.020	-135.629	1.572.333	2.573.374	9,70%	154,90%	-9,00%	-0,10%
Anno 2021	1.787.675	126.655	1.681.840	2.679.607	9,00%	149,80%	7,00%	4,20%
Anno 2022	1.909.154	121.479	1.746.195	2.756.969	8,00%	144,70%	3,70%	8,70%
Anno 2023 (st.DEF)	2.019.800	110.646		2.869.564	4,50%	142,10%	1,00%	5,70%
Anno 2024 (st.DEF)	2.105.700	85.900		2.976.501	3,70%	141,40%	1,50%	2,70%
Anno 2025 (st.DEF)	2.176.300	70.600		3.065.861	3,00%	140,90%	1,30%	2,00%
Anno 2026 (st.DEF)	2.244.200	67.900		3.151.057	2,50%	140,40%	1,10%	2,00%
Anno 2023 (st.UE)	1.932.064	22.910		2.712.618	4,50%	140,40%	1,20%	6,10%
Anno 2024 (st.UE)	1.953.317	21.253		2.740.503	3,70%	140,30%	1,10%	2,90%
Anno 2023 (st.FMI)	1.826.821	-82.333		2.829.276	3,70%	140,30%	1,10%	4,50%
Anno 2024 (st.FMI)	1.866.185	39.364		2.870.749	3,30%	140,00%	0,80%	2,60%
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 2028 (st.FMI)	1.958.141	17.466		2.582.789	0,70%	131,90%	0,90%	2,00%
Anno 2023 (st.OCSE)	1.920.609	11.455		2.773.359	4,70%	144,40%	0,60%	6,70%
Anno 2024 (st.OCSE)	1.939.815	19.206		2.779.755	3,80%	143,30%	1,00%	2,50%

Elaborazione Mazziero 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 ad aprile 2023

2.818 miliardi (aumento)

Intervallo confidenza al 95%
compreso tra 2.810 e 2.826 miliardi

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 15 giugno 2023

La stima a giugno 2023

Compreso tra 2.821 e 2.837 miliardi

Intervallo confidenza al 95%
Dato ufficiale verrà pubblicato a metà agosto 2023

La stima a dicembre 2023

Compreso tra 2.810 e 2.862 miliardi

Intervallo confidenza al 95%
Dato ufficiale verrà pubblicato a metà febbraio 2024

Variazione PIL

Stima PIL 2° trimestre 2023: +0,4%

Stima PIL 3° trimestre 2023: +0,4%

Stima PIL 4° trimestre 2023: +0,0%

Stima PIL 2023: +1,4%

Bibliografia

Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*
Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*
Banca d'Italia, *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*
Banca d'Italia, *Relazione annuale*
Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico
Banca d'Italia, *Debito delle Amministrazioni locali*
Banca d'Italia, *Bollettino Economico*
Banca d'Italia, *Moneta e Banche*
Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*
Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
Centro Studi Confindustria, *Congiuntura Flash*
Centro Studi Confindustria, *Indagine rapida sulla produzione industriale*
Governo, *Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
Inps, *Osservatorio sul precariato*
Istat, *Individuazione delle priorità di utilizzo del Recovery Fund, Audizione dell'Istituto nazionale di statistica*, 2 settembre 2020
Istat, *Annuario Statistico*
Istat, *Commercio al dettaglio*
Istat, *Conti Economici Nazionali*
Istat, *Conti Economici Trimestrali*
Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
Istat, *Indicatori Demografici*
Istat, *Il mercato del lavoro*
Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*
Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*
Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*
Istat, *Occupati e disoccupati*
Istat, *Pil e indebitamento AP*
Istat, *Prezzi al consumo*
I.stat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*
Istat, *Produzione industriale*
Istat, *Stima preliminare del Pil*
Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro
Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Composizione dei Titoli di Stato*, Dipartimento del Tesoro
Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Nota sulla congiuntura*

Comitato di Redazione

Maurizio Mazziro è un analista finanziario, Socio Professional SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto di materie prime. Fondatore della Mazziro Research si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione. Autore di numerosi libri fra cui “Investire in materie prime” e “La crisi economica e il macigno del debito”, viene spesso invitato come esperto di mercati ed economia in convegni, seminari e programmi radiotelevisivi.

Andrew Lawford, CFA è esperto nella valutazione dei bilanci dei titoli azionari e nell'analisi del mercato delle materie prime, ha collaborato con la società ClubCommodity.com, curando e partecipando a diverse newsletter e conferenze ed è attualmente partner della Mazziro Research. È socio ordinario del CFA Institute e del CFA Society Italy. Autore del “Manuale dell'investitore consapevole” e di “La crisi economica e il macigno del debito”.

Direttore scientifico

Gabriele Serafini. Professore associato presso l'Università degli Studi Niccolò Cusano di Roma, dove è Direttore del Centro Studi per l'Analisi delle Dinamiche Economiche e Responsabile Scientifico dell'Area Economia Dinamica e Comportamentale. È docente di Storia del pensiero economico e Statistica economica e finanziaria. I suoi interessi scientifici concernono le teorie della produzione, scambio e distribuzione della ricchezza, sia in relazione alla loro coerenza interna che alla loro dimensione storica.

Membri della direzione scientifica

Paola Paoloni è Professore Ordinario presso La Sapienza Università di Roma, Facoltà di Economia. Insegna Economia Aziendale e Analisi per le decisioni strategiche. Le sue principali aree di ricerca sono: gestione delle piccole imprese e reporting finanziario, l'imprenditorialità femminile; misurazione e gestione del capitale intellettuale.

John Dumay is Associate Professor in Accounting at Macquarie University, Sydney. Originally a consultant he joined academia after completing his Ph.D. in 2008. His thesis won the European Fund for Management Development and Emerald Journals Outstanding Doctoral Research Award in the Knowledge Management category. John's research specialties are intellectual capital, knowledge management, non-financial reporting, research methods and academic writing. John has published over 40 peer reviewed articles in leading academic journals. He is also the Australasian Editor of the Journal of Intellectual Capital, Associate Editor of the eJournal of Knowledge Management and on the Editorial Board of Advice of the highly regarded Accounting, Auditing and Accountability Journal and several other international accounting journals.

Andrea Scozzari is Full Professor in Mathematical Methods of Economics, Finance and Actuarial Sciences at the Faculty of Economics of Niccolò Cusano University in Rome, where he currently teaches Calculus and Mathematical Finance. He holds a Ph.D. in Operations Research from Sapienza University of Rome. His main research areas include mathematical programming and network optimization with application to portfolio selection, biproportional allocation, political districting and facility location problems.

Aino Kianto - Lappeenranta University of Technology

Sladjana Cabrilo - holds PhD in Industrial Engineering and Engineering Management, M.Sc. in Industrial Engineering and Management and M.Sc. in Electrical Engineering at the University of Novi Sad (Serbia). She is Associate Professor in Knowledge Management and Technology and Innovation Management at I-Shou University (Taiwan, R.O.C). Her major research areas are knowledge management, intellectual capital, innovation, creativity and change management. Since 2010 her major research theme has been to explore the linkages between KM, IC, and innovation in order to capitalize IC for innovation through more effective innovation strategies and foster intangible innovation potential in the knowledge era. Her rich experience includes participation in scientific and industry-related projects, publishing more than 60 academic articles, papers, books and book chapters, and holding lectures and presentations worldwide. Some of these were held at the George Washington University (Washington DC, USA), the World Bank (Paris), the Global Forum (Washington DC, USA) and the Austrian Development Bank (Vienna, Austria). Prof. Cabrilo has delivered key note speeches and acted as a track chair in several international conferences. She is a member of The New Club of Paris, a Committee member of the European Conference on Intellectual Capital and a member of IC Group at Regional Chamber of Commerce (Republic of Serbia).

Il Quaderno di Ricerca è un Osservatorio sui dati pubblici rilasciati da Banca d'Italia, Eurostat, FMI, Inps, Istat, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ocse.

Avvertenza: le valutazioni e i commenti dell'Osservatorio non riflettono necessariamente l'opinione di tutti gli autori; ciascuno è strettamente responsabile della parte di propria competenza.

Vanzago, 7 giugno 2023



Disponibile in libreria la 2° edizione di:

Investire in materie prime – Ediz. Hoepli, maggio 2023

ISBN 9788836013869 – Autore: Maurizio Mazziero

14 CAPITOLI, 456 Pagine, 281 Figure, 102 Tabelle, 132 Link a Fonti

Informative, Tabelle conversione unità di misura, Indice analitico argomenti.

Completamente aggiornato dopo Covid-19, conflitto Russia-Ucraina, crisi delle catene delle forniture, rialzo prezzi di energia e agricoli.

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research

<i>Italia: economia a fine 2022</i>	08 marzo 2023
<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