

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Anno X - Numero 1

Copyright ©2020

*Italia economia  
a fine 2019*

**Osservatorio trimestrale  
sui dati economici italiani**

Rivista scientifica  
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

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

## Sommario

Il barometro dell'economia italiana	Pag. 5
Introduzione	Pag. 7
I rating	Pag. 8
<i>Fitch mantiene l'outlook negativo per l'Italia</i>	Pag. 9
Il debito pubblico	Pag. 10
<i>Debito in forte calo e ben oltre le aspettative, ma è solo temporaneo</i>	Pag. 10
<i>Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2020</i>	Pag. 11
<i>La legge di bilancio 2020 in pillole (aspetti positivi, incerti e negativi)</i>	Pag. 12
Le entrate e le uscite	Pag. 16
<i>Calano le entrate e aumentano le uscite, come d'habitude</i>	Pag. 16
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 17
<i>Marzo 2020: un muro di 52 miliardi di titoli in scadenza</i>	Pag. 17
<i>Stima Spesa per interessi: quanto abbiamo speso nel 2019 e la stima 2020</i>	Pag. 19
Il QE2 della BCE	Pag. 20
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 20
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 21
<i>PIL: come è andata nel 2019?</i>	Pag. 22
<i>Che ne sarà di noi nel 2020?</i>	Pag. 22
<i>Produzione industriale a dicembre disastrosa</i>	Pag. 24
<i>Il cambio di passo è una priorità indifferibile</i>	Pag. 24
La disoccupazione	Pag. 26
<i>Cassa integrazione: il canarino nella miniera</i>	Pag. 26
<i>Disoccupazione in Europa: Francia e Germania al palo, continua il calo in Spagna</i>	Pag. 28
L'inflazione	Pag. 29
<i>Inflazione in lieve recupero, ma con prospettive in calo</i>	Pag. 29
Approfondimenti	Pag. 31
<i>Il commento di Andrew Lawford: Le distorsioni dei tassi bassi</i>	Pag. 31
<i>Note economiche di Gabriele Serafini: La misurazione sbagliata della produttività. Definizioni e conseguenze</i>	Pag. 35
Conclusioni	Pag. 46
Sommario delle stime Mazziario Research	Pag. 47
Bibliografia	Pag. 48

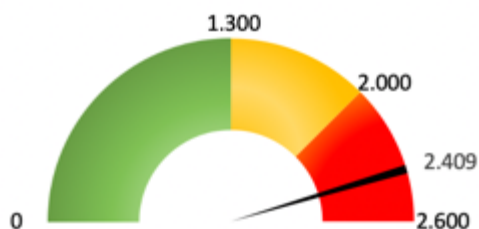
Per l'Osservatorio: Maurizio Mazziario; Per gli Approfondimenti: Andrew Lawford e Gabriele Serafini  
La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

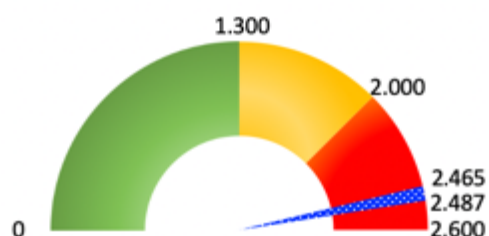
## Il barometro dell'economia italiana

(Nota bene. L'utilizzo di questi indicatori è libero citando come fonte: Osservatorio dati economici – Mazziero Research)

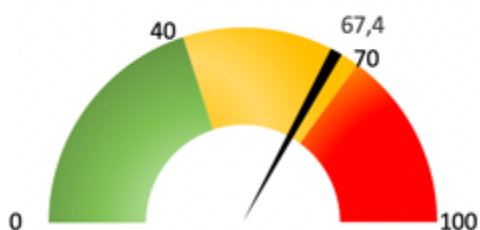
Debito pubblico a fine 2019 (€mld)



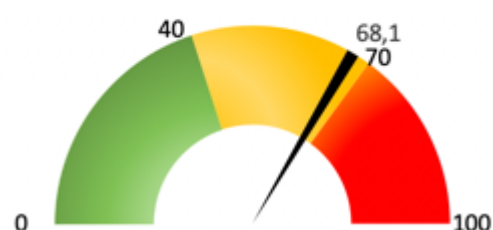
Debito pubblico stima a giugno 2020 (€mld)



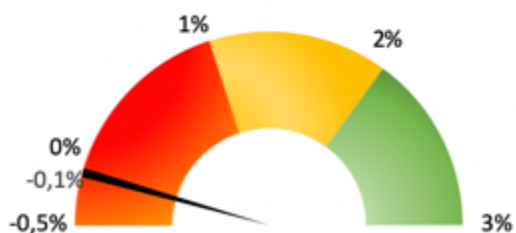
Spesa interessi 2019 (€mld)



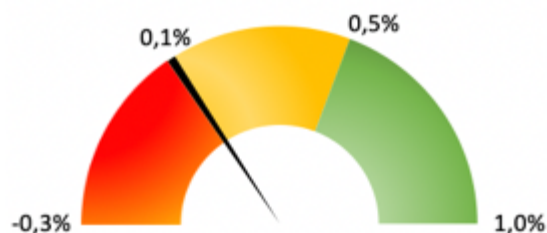
Stima spesa interessi 2020 (€mld)



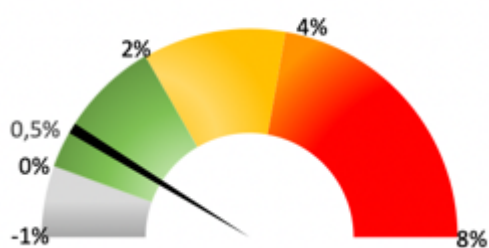
Stima PIL Annuale 2020



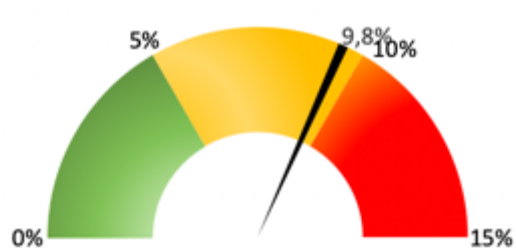
Stima PIL 1° trimestre 2020



Inflazione Annuale (IPCA)



Disoccupazione



Il barometro dell'economia italiana è un semplice strumento pensato per fornire un colpo d'occhio immediato sulla situazione economica del nostro paese. Di seguito vengono fornite alcune informazioni aggiuntive per l'interpretazione delle misurazioni.

### **Indicazioni generali**

Il barometro presenta sei misurazioni per sei parametri economici distinti; ciascun indicatore semicircolare è composto da tre zone (quattro per l'inflazione) di colore differente:

- **Verde:** il valore è nella norma, l'indicazione è positiva.
- **Giallo:** il valore si trova in una zona che presenta delle criticità.
- **Rosso:** Il valore è al di fuori della normalità e richiede estrema attenzione.
- **Grigio (solo per inflazione):** deflazione, anomala quando è causata da una contrazione dei consumi.

Tutti i valori si riferiscono all'ultimo dato ufficiale disponibile.

### **Debito pubblico/PIL (anno precedente) o Debito pubblico corrente in miliardi**

Viene considerato normale un debito/PIL sino all'80%, che eccede i parametri di Maastricht ma è in linea con gli orientamenti del Fondo Monetario Internazionale. Mentre risulta patologico un rapporto superiore al 120%.

### **Deficit/PIL (stima anno corrente)**

Viene considerato normale un deficit/PIL sino al 2%, straordinariamente può portarsi sino al 3%, mantenendosi in linea con i parametri di Maastricht; mentre risulta allarmante il superamento di tale soglia.

### **Spesa per interessi/PIL (anno precedente) o Stima spesa inter. (anno corrente)**

Viene considerato normale un rapporto spesa per interessi/PIL sino al 2%; costituisce una soglia di attenzione per valori compresi tra il 2 e il 4%, oltre tale soglia si entra in una zona di criticità soprattutto se i rendimenti dei titoli di Stato dovessero salire.

### **Avanzo primario/PIL (anno precedente)**

Questa misura è principalmente valutata in relazione al parametro precedente, in quanto rappresenta il valore che deve essere ottenuto per finanziare la spesa per interessi e contenere il deficit/PIL; ne consegue che un avanzo primario dell'1% è totalmente insufficiente, tra l'1 e il 2% presenta delle criticità in quanto non riesce a compensare una porzione sufficiente di spesa per interessi, mentre inizia ad essere positivo a partire dal 3%, tenendo comunque presente che se la spesa per interessi in rapporto al PIL è maggiore si continuerà ad andare in deficit e ad ampliare il debito.

### **Crescita acquisita – PIL annuale (anno corrente) o Stima PIL annuale**

Viene considerata scarsa una crescita al di sotto dell'1% annuo, contenuta sino al 2% e buona oltre tale soglia; questi valori sono definiti considerando le condizioni generali relative all'Unione Europea nel suo complesso e non possono essere raffrontate ad altri paesi.

### **Crescita – PIL trimestrale (trimestre precedente)**

La lettura congiunta fra PIL annuale e trimestrale permette di cogliere prontamente se vi sono segnali di miglioramento o arretramento; una lettura negativa e al di sotto dell'1% viene considerata insufficiente, tra lo 0,1 e lo 0,5% trimestrale contenuta, mentre si può definire buona oltre tale soglia.

### **Inflazione annuale (Indice IPCA)**

Valori negativi indicano una deflazione: vi sono economie che presentano letture deflative pur avendo un buon livello di crescita (la Svizzera); quando invece la deflazione è generata da un calo dei consumi questo fatto assume un aspetto patologico. Valori compresi tra 0 e 2% sono considerati normali, mentre oltre questa soglia (che rappresenta l'obiettivo della BCE) iniziano ad apparire segnali di surriscaldamento dell'economia. Oltre il 4% la situazione potrebbe diventare critica e rendere sempre più difficile il suo contenimento.

### **Disoccupazione**

Una disoccupazione entro il 5% indica di fatto piena occupazione, tra il 5 e il 10% dovrebbe suggerire degli sforzi per contenerla, oltre il 10% si può considerare critica.

## **Introduzione**

È la noiosa storia di un Paese che arranca, ogni accenno di vitalità perde in poco tempo lo slancio soffocato da condizioni stagnanti che alla fine portano al declino e alla morte di interi settori produttivi.

Impietoso è il riferimento ai numerosi tavoli di crisi: Alitalia, Ilva, Whirlpool e ultima in ordine di tempo Air Italy, che piuttosto di imboccare un inutile negoziato con il Governo ha scelto la strada della liquidazione in bonis.

La Commissione Europea ancora una volta ha classificato l'Italia come fanalino di coda nella crescita, insieme a noi molte agenzie tra cui l'Ufficio parlamentare di Bilancio hanno ridotto le stime di crescita, mentre il Governo continua a mantenere un irrealistico +0,6% nell'anno corrente.

Dal punto di vista economico e occupazionale siamo di fronte a una situazione di estrema emergenza, le mancate riforme nei tempi favorevoli ora costituiscono una grossa ipoteca per i prossimi periodi condizionati da guerre commerciali, appena sopite, e Coronavirus.

Di questa situazione, che potremmo già considerare di piena emergenza, il Governo sottovaluta la gravità, non esprime, non indirizza, non fa partecipe i cittadini delle correzioni che andrebbero poste in atto con la massima urgenza.

Le litigiosità e le questioni pur rilevanti, ma con minor priorità, hanno conquistato il primo posto nell'agenda di Governo e non si riesce a comprendere se queste siano un limite o, peggio, un alibi per non affrontare le questioni vitali di un Paese che pezzo dopo pezzo sta morendo.

Sembrano non esserci più parole per dare una scossa all'esecutivo e non ci resta che esortare a "Tornare a bordo!" Sperando di essere ascoltati.

*Maurizio Mazziero*

## I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		DBRS		Scope	
Austria	AA+	Stab	AA+	Pos	Aa1	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Belgio	AA	Stab	AA-	Stab	Aa3	Stab	AA high	Stab	AA	Neg
Cipro	BBB-	Stab	BBB-	Pos	Ba2	Pos	BBB low	Stab	BBB-	Stab
Croazia	BBB-	Stab	BBB-	Pos	Ba2	Pos			BBB-	Stab
Danimarca	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Estonia	AA-	Stab	AA-	Stab	A1	Stab	AA low	Stab	A+	Stab
Finlandia	AA+	Stab	AA+	Pos	Aa1	Stab	AA high	Stab	AA+	Stab
Francia	AA	Stab	AA	Stab	Aa2	Pos	AAA	Stab	AA	Stab
Germania	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Grecia	BB-	Pos	BB	Pos	B1	Stab	BB low	Stab	BB	Pos
Irlanda	AA-	Stab	A+	Stab	A2	Stab	A high	Stab	A+	Pos
Italia	BBB	Neg	BBB	Neg	Baa3	Stab	BBB high	Stab	BBB+	Stab
Lettonia	A	Stab	A-	Stab	A3	Stab	A low	Pos	A-	Stab
Lussemburgo	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Malta	A-	Pos	A+	Pos	A2	Stab	A high	Stab	A+	Stab
Norvegia	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Olanda	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Portogallo	BBB	Pos	BBB	Pos	Baa3	Pos	BBB high	Stab	BBB+	Stab
Regno Unito	AA	Neg	AA	Neg	Aa2	Neg	AAA	Stab	AA	Neg
Slovacchia	A+	Stab	A+	Stab	A2	Pos	A high	Stab	A+	Stab
Slovenia	AA-	Stab	A	Stab	Baa1	Pos	A	Pos	A	Stab
Spagna	A	Stab	A-	Stab	Baa1	Stab	A	Pos	A-	Stab
Stati Uniti	AA+	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AA	Stab
Svizzera	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab
Svezia	AAA	Stab	AAA	Stab	Aaa	Stab	AAA	Stab	AAA	Stab

Tabella 1: Rating assegnati dalle agenzie di valutazione  
(Elaborazione su dati delle singole agenzie)

## I fatti

- 4 ottobre 2019, Fitch conferma il Belgio a AA-, con outlook stabile.
- 4 ottobre 2019, Fitch conferma l'Estonia ad AA-, con outlook stabile.
- 4 ottobre 2019, S&P conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 11 ottobre 2019, Fitch promuove Cipro a BBB-, con outlook positivo.
- 11 ottobre 2019, Fitch conferma la Lettonia ad A-, con outlook stabile.
- 11 ottobre 2019, Moody's conferma il Belgio ad Aa3, con outlook stabile.
- 18 ottobre 2019, Fitch conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 25 ottobre 2019, S&P promuove la Grecia a BB-, con outlook positivo.
- **25 ottobre 2019, S&P conferma l'Italia a BBB, con outlook negativo.**
- 25 ottobre 2019, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 8 novembre 2019, Moody's declassa il Regno Unito ad Aa2, con outlook negativo.
- 8 novembre 2019, Fitch conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- **15 novembre 2019, DBRS conferma l'Italia a BBB (high), con trend stabile.**
- 22 novembre 2019, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook positivo.
- 22 novembre 2019, Fitch conferma il Portogallo a BBB, con outlook positivo.
- 29 novembre 2019, Moody's conferma la Danimarca ad Aaa, con outlook stabile.
- 29 novembre 2019, S&P promuove l'Irlanda ad AA-, con outlook stabile.
- 6 dicembre 2019, Fitch conferma la Croazia a BBB-, con outlook positivo.
- 6 dicembre 2019, Fitch conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 6 dicembre 2019, S&P conferma l'Estonia ad AA-, con outlook stabile.
- 13 dicembre 2019, Fitch conferma la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 13 dicembre 2019, Fitch conferma la Spagna ad A-, con outlook stabile.
- 24 gennaio 2020, Fitch promuove la Grecia a BB, con outlook positivo.
- **7 febbraio 2020, Fitch conferma l'Italia a BBB, con outlook negativo.**

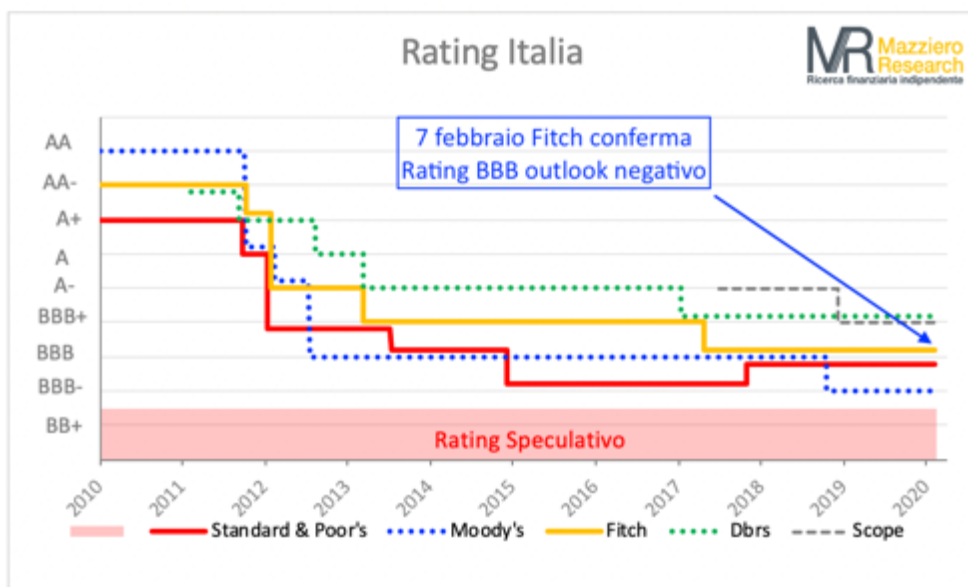


Figura 1: Rating italiano dal 2010 ad oggi  
(Elaborazione su dati delle agenzie di rating)

## L'analisi

### Fitch mantiene l'outlook negativo per l'Italia

Il 7 febbraio Fitch ha confermato la valutazione BBB con outlook negativo per l'Italia, mantenendo il giudizio espresso il 31 agosto del 2018.

Elevato debito, bassa crescita e incertezza politica alla base della valutazione: i grandi mali del nostro Paese, ma anche un indebitamento moderato del settore privato, una maturità media relativamente favorevole del debito pubblico (6,9 anni), una quota trascurabile del debito in valuta estera, un avanzo corrente costante e una posizione patrimoniale netta sull'estero vicina al pareggio.

Tutti aspetti che abbiamo più volte riportato nell'Osservatorio; va comunque detto che a distanza ormai di un anno e mezzo l'agenzia avrebbe dovuto decidere se trasformare l'outlook negativo in un abbassamento del rating a BB+ o a un ripristino dell'outlook stabile. Evidentemente Fitch si vuole tenere tutte le strade aperte, sebbene il mantenimento dell'outlook negativo faccia trasparire una sottile incertezza nei confronti del nostro Paese.

Data di valutazione	Agenzia	Rating attuale	Outlook	Esito
07/02/20	Fitch	BBB	Negativo	Confermato
24/04/20	Standard & Poor's	BBB	Negativo	
08/05/20	Moody's	Baa3	Stabile	
08/05/20	DBRS	BBB high	Stabile	
15/05/20	Scope	BBB+	Stabile	
10/07/20	Fitch	BBB	Negativo	
23/10/20	Standard & Poor's	BBB	Negativo	
30/10/20	DBRS	BBB high	Stabile	
30/10/20	Scope	BBB+	Stabile	
06/11/20	Moody's	Baa3	Stabile	
04/12/20	Fitch	BBB	Negativo	

Tabella 2: Ultime valutazioni e prossimi appuntamenti per il Rating italiano  
(Elaborazione su dati delle singole agenzie)

## Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflaz. IPCA
Anno 2000	1.353.522			2,60%
Anno 2001	1.419.964	66.442	4,91%	2,30%
Anno 2002	1.436.097	16.133	1,14%	2,60%
Anno 2003	1.471.273	35.177	2,45%	2,80%
Anno 2004	1.526.321	55.048	3,74%	2,30%
Anno 2005	1.591.537	65.216	4,27%	2,20%
Anno 2006	1.657.310	65.773	4,13%	2,20%
Anno 2007	1.677.376	20.066	1,21%	2,00%
Anno 2008	1.738.315	60.939	3,63%	3,50%
Anno 2009	1.838.883	100.568	5,79%	0,80%
Anno 2010	1.920.305	81.422	4,43%	1,60%
Anno 2011	1.973.121	52.816	2,75%	2,90%
Anno 2012	2.055.061	81.940	4,15%	3,30%
Anno 2013	2.135.821	80.760	3,93%	1,30%
Anno 2014	2.202.819	66.998	3,14%	0,20%
Anno 2015	2.239.304	36.485	1,66%	0,10%
Anno 2016	2.285.254	45.950	2,05%	0,50%
Anno 2017	2.328.697	43.443	1,90%	1,10%
Anno 2018	2.380.306	51.609	2,22%	1,20%
Anno 2019	2.409.245	28.939	1,22%	0,50%
<b>Incremento</b>		<b>1.055.723</b>	<b>78,00%</b>	

Tabella 3: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 a settembre 2019  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Debito a dicembre 2019: 2.409 miliardi; record storico 2.466 miliardi a luglio.
- Nel 2019 l'aumento del debito è stato di 29 miliardi.
- Nel 2018 l'aumento del debito è stato di 51 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2019, è di 43.722 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 1.056 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 ad oggi il debito è aumentato del 78%, mentre il PIL nominale è aumentato solo del 32%.

### L'analisi

#### *Debito in forte calo e ben oltre le aspettative, ma è solo temporaneo*

Il mese di dicembre chiude come preventivato con il consueto forte calo del debito, ma che in questa occasione è andato ben oltre le nostre stime e le più rosee aspettative.

Scende infatti di 35 miliardi rispetto a novembre, l'anno scorso era diminuito di 29 miliardi, e si porta a 2.409 miliardi, cifra che verrà riportata sulle statistiche e che verrà utilizzata per il computo dei rapporti debito/PIL e deficit/PIL.

È ovviamente un espediente contabile, pienamente legittimo, ma che vedrà inevitabilmente risalire in modo repentino il valore del debito a gennaio; nel gennaio 2019, risali infatti di 40 miliardi. Per rendersi conto di quanto la riduzione del debito sia effimera è sufficiente confrontare la **Tabella 3**, che riporta un incremento del debito nel 2019 per 28,9 miliardi e poi spostarsi nella **Tabella 7**, più avanti, in cui si nota la differenza negativa tra entrate e uscite nel 2019 di 67,3 miliardi, ben oltre i 45,6 miliardi dell'anno scorso.

Sebbene le due tabelle mostrino grandezze contabili differenti è abbastanza intuitivo comprendere che il debito di fine anno tornerà a correre a inizio 2020.

### Stima evoluzione debito pubblico sino a giugno 2020

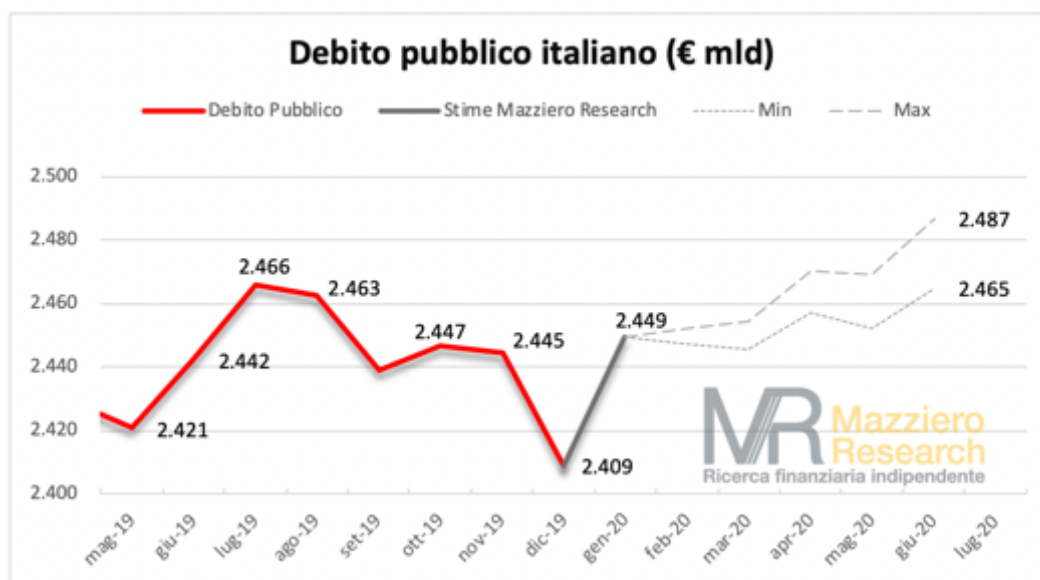


Figura 2: Evoluzione debito pubblico e stime a giugno 2020  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

#### La stima a gennaio 2020

**2.449 miliardi (forte aumento)**

Intervallo confidenza al 95%: **2.443 – 2.455 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 16 marzo 2020

#### La stima a giugno 2020

**Compreso tra 2.465 e 2.487 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 agosto 2020

Affidabilità stime Mazziere Research sul debito pubblico italiano													
Valori in miliardi €		Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic
2016	Stime MR	2.188	2.214	2.229	2.233	2.242	2.255	2.252	2.226	2.215	2.224	2.231	2.214
	Dato Ufficiale	2.195	2.217	2.231	2.233	2.244	2.251	2.256	2.225	2.213	2.224	2.231	2.218
	Δ (Uff - Stima)	7	3	2	0	2	-4	4	-1	-2	0	0	4
2017	Stime MR	2.248	2.239	2.257	2.269	2.277	2.279	2.301	2.276	2.280	2.290	2.275	2.267
	Dato Ufficiale	2.251	2.240	2.261	2.271	2.279	2.281	2.300	2.279	2.284	2.290	2.275	2.263
	Δ (Uff - Stima)	3	1	4	2	2	2	-1	3	4	0	0	-4
2018	Stime MR	2.281	2.284	2.307	2.317	2.325	2.324	2.343	2.329	2.335	2.340	2.342	2.310
	Dato Ufficiale	2.287	2.286	2.302	2.312	2.327	2.323	2.342	2.327	2.331	2.334	2.345	2.317
	Δ (Uff - Stima)	6	2	-5	-5	2	-1	-1	-2	-4	-6	3	7
2018	Stime MR	2.346	2.354	2.358	2.368	2.364	2.389	2.406	2.464	2.436	2.445	2.450	2.421
	Dato Ufficiale	2.358	2.364	2.359	2.373	2.365	2.386	2.410	2.463	2.439	2.447	2.445	2.409
	Δ (Uff - Stima)	12	10	1	5	1	-3	4	-1	3	2	-5	-12
2020	Stime MR	2.449											
	Dato Ufficiale												
	Δ (Uff - Stima)												

Tabella 4: Affidabilità delle stime Mazziere Research sul debito pubblico  
La linea rossa indica il momento di revisione del valore del debito da Eurostat

## La legge di bilancio 2020 in pillole

### Aspetti positivi

- 1) Riduzione del cuneo fiscale, con una minore tassazione del lavoro di 3 miliardi nel 2020 e 5 miliardi nel 2021 e nel 2022.
- 2) Promessa di riforma complessiva dell'IRPEF (almeno nelle intenzioni).
- 3) Contributi alle famiglie che fruiscono degli asili nido.
- 4) Investimenti in aumento, anche se solo marginalmente.

### Aspetti incerti

- 1) Crescita PIL 0,6% nel 2020, difficilmente raggiungibile.

### Aspetti negativi

- 1) Manovra che disinnesci i 23 miliardi di clausole di salvaguardia principalmente a debito.

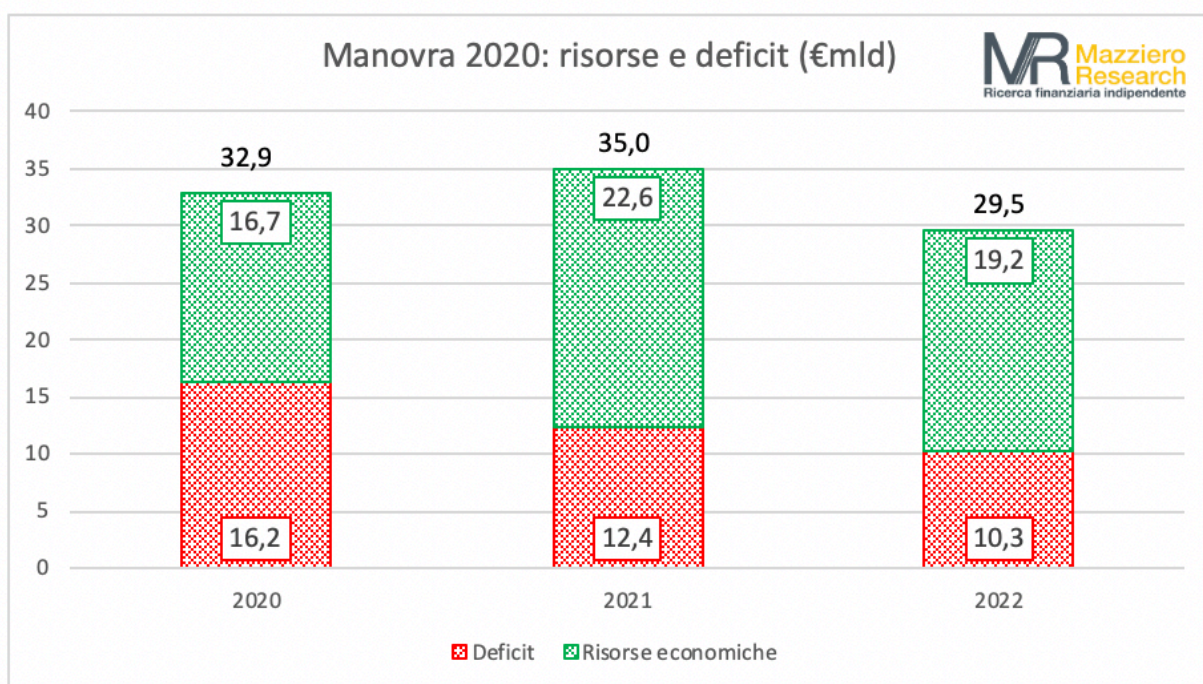


Figura 3: Risorse economiche e deficit nella manovra.

- 2) Nel 2020 a fronte di una manovra di 32,9 miliardi, solo 16,7 miliardi costituiscono nuove risorse, mentre ben 16,2 miliardi costituiscono nuovo deficit; il profilo migliora solo leggermente nel 2021 e 2022 (**Figura 3**).

*Continua alla pagina successiva*

## Riquadro 2 bis

- 3) Parte delle maggiori entrate sono derivanti dalle misure di contrasto all'evasione fiscale (3,2 miliardi) quindi nel caso di non raggiungimento dell'obiettivo faranno scattare le future clausole di salvaguardia.
- 4) Permangono clausole di salvaguardia consistenti negli anni successivi, sebbene in parte diminuite per il 2021 e 2022 (**Tabella 5**).

(milioni di euro)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Legge stabilità 2015	-	12.814	19.221	21.695	21.695	21.695	21.695	21.695
Legge stabilità 2016		-	15.133	19.571	19.571	19.571	19.571	19.571
Legge stabilità 2017			-	19.571	23.250	23.250	23.250	23.250
Legge stabilità 2018				-	12.472	19.162	19.571	19.571
Legge stabilità 2019					-	23.072	28.753	28.753
Legge stabilità 2020						-	20.124	27.141

Tabella 5: Clausole di Salvaguardia nei vari anni

- 5) L'entità della diminuzione delle clausole di salvaguardia per gli anni 2021 e 2022 è stata rivista al ribasso nella Legge di stabilità a causa della modifica e differimento delle tasse sulla plastica e sulle bevande zuccherate (**Tabella 6**).

(milioni di euro)	2020	2021	2022
Legge stabilità 2019	23.072	28.753	28.753
NaDEF 2019	-	18.953	25.758
Legge stabilità 2020	-	20.124	27.141

Tabella 6: Clausole di Salvaguardia ridotte e poi aumentate

- 6) Rapporto deficit/PIL resta come nel 2019 al 2,2%; non viene avviata alcuna riduzione, la UE aveva richiesto una correzione dello 0,6% per portarlo all'1,6%. Le riduzioni future del deficit al 1,8% nel 2021 e 1,4% nel 2022 sono assicurate dalla presenza delle clausole di salvaguardia in assenza delle quali balzerebbero rispettivamente al 2,8% e 2,7% (stime Ufficio parlamentare di Bilancio).

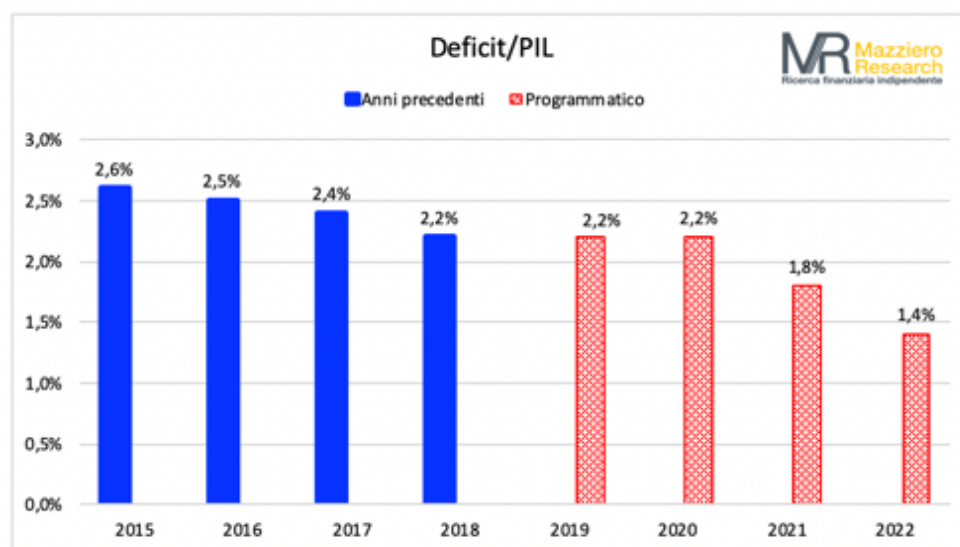


Figura 4: Rapporto deficit/PIL effettuato e previsioni.

Continua alla pagina successiva

- 7) Debito stabilmente oltre il 130% del PIL anche nei prossimi 3 anni; ancora una volta si perpetuano le promesse mancate di riduzione sia in termini assoluti sia in rapporto al PIL.

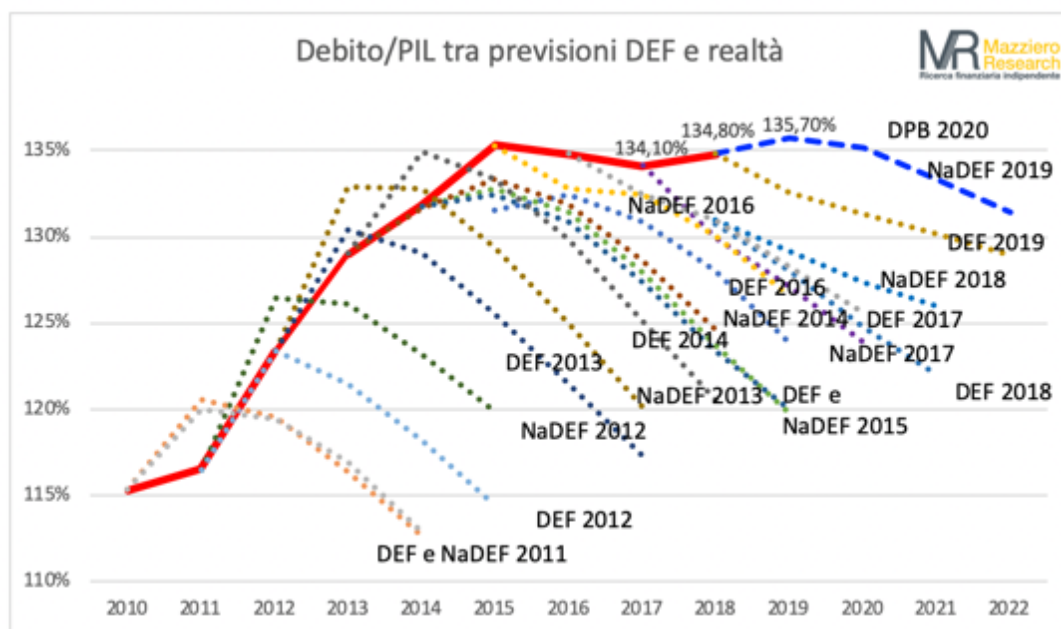


Figura 5: Il calcio alla lattina, le promesse mancate e rimandate.

- 8) Spesa per interessi vista costantemente in calo sino al 2022, previsione forse troppo ottimistica.

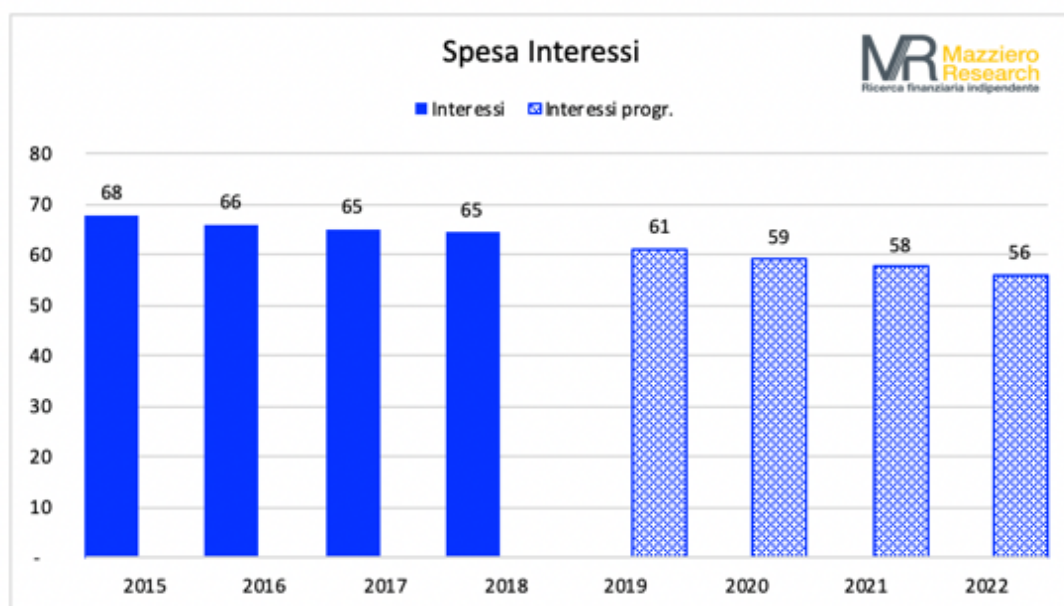


Figura 6: Spesa per interessi programmata sino al 2022.

Continua alla pagina successiva

## Riquadro 2 quater

- 9) Saldo primario rispetto al PIL in contrazione anche nel 2020 = spesa pubblica in aumento; come negli anni passati non si sfruttano le condizioni favorevoli della spesa per interessi per diminuire l'aumento del debito, quanto piuttosto per fare nuova spesa (aspetto ricorrente, anche i Governi precedenti hanno agito così).

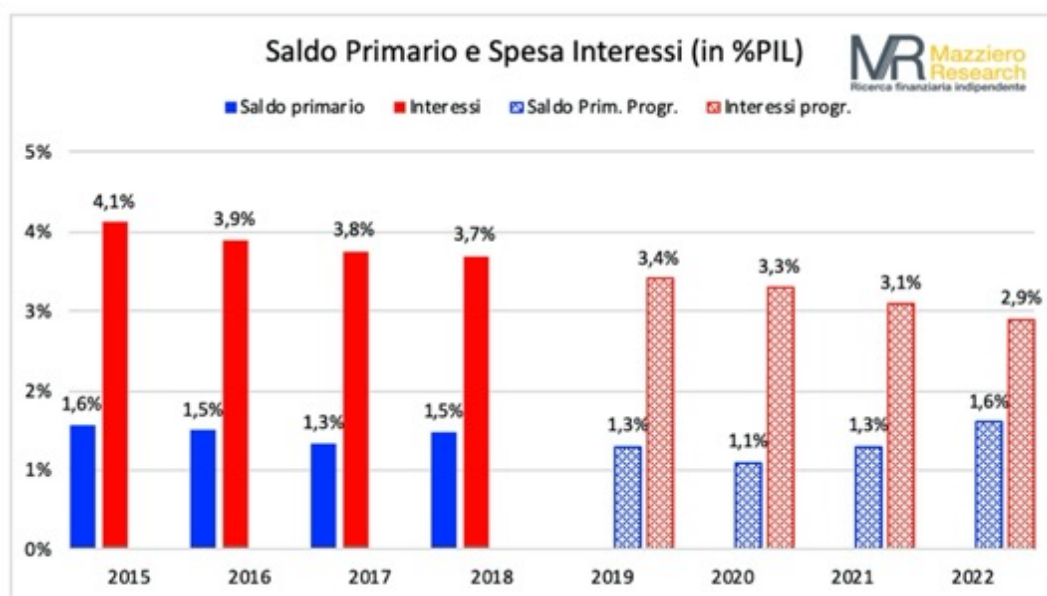


Figura 7: Saldo primario e spesa per interessi rispetto al PIL.

## Conclusioni

Questo governo ha smorzato i toni della disputa con la Commissione UE, ma nella pratica mantiene il medesimo atteggiamento: continua ad aumentare il debito, crea nuova spesa giustificandola come espansiva e mantiene tutte le misure passate come 80 euro, quota 100 e reddito di cittadinanza.

La disputa con la Commissione Europea potrebbe tornare di attualità in primavera dato che i recenti dati sulla crescita sono risultati deludenti e rischiano di rendere insostenibili le misure varate dalla Legge di stabilità 2020 (si veda anche la sezione relativa al PIL in questo Osservatorio).

Non si rilevano dal punto di vista dell'equilibrio dei conti pubblici aspetti che possano definire di reale cambiamento l'attuale Governo.

## Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2018			2019		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	36.342	20.354	15.988	37.429	20.819	16.610
Febbraio	31.688	32.037	-349	31.215	58.439	-27.224
Marzo	30.635	71.122	-40.487	31.443	57.474	-26.031
Aprile	36.892	37.424	-532	39.754	56.705	-16.951
Maggio	38.023	57.895	-19.872	37.342	26.908	10.434
Giugno	36.107	42.221	-6.114	37.341	29.540	7.801
Luglio	56.832	44.710	12.122	53.669	82.050	-28.381
Agosto	45.497	28.944	16.553	43.018	29.763	13.255
Settembre	29.585	63.405	-33.820	31.365	33.721	-2.356
Ottobre	36.006	42.070	-6.064	41.732	39.803	1.929
Novembre	43.404	53.802	-10.398	47.315	60.992	-13.677
Dicembre	104.647	77.242	27.405	92.729	95.400	-2.671
<b>Totale</b>	<b>525.658</b>	<b>571.226</b>	<b>-45.568</b>	<b>524.352</b>	<b>591.614</b>	<b>-67.262</b>

Tabella 7: Andamento entrate e uscite statali nel 2018 e 2019  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Nel 2019 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 67,3 miliardi.
- Nel 2018 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 45,6 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2019 è stata di 43,7 miliardi.
- La media mensile delle entrate nel 2018 è stata di 43,8 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2019 è stata di 49,3 miliardi.
- La media mensile delle uscite nel 2018 è stata di 47,6 miliardi.
- Da gennaio a novembre 2019 le entrate tributarie sono state di 404.912 milioni di euro (-9.847 milioni di euro rispetto al 2018, pari a -2,4%). Le imposte dirette si attestano a 213.054 milioni di euro (-13.609 milioni di euro, pari a -6,0%) e le imposte indirette risultano pari a 191.858 milioni di euro (+3.762 milioni di euro, pari a +2,0%).

### L'analisi

#### Calano le entrate e aumentano le uscite, come d'abitudine

La **Tabella 7** riporta un forte deterioramento della differenza tra entrate e uscite: 45,6 miliardi nel 2018, ben 67,3 miliardi nel 2019. Complice di ciò un sensibile calo delle entrate tributarie, principalmente per una consistente riduzione degli introiti IRES, le imposte societarie, solo in parte bilanciate da maggiori incassi IVA.

La **Tabella 8** riporta come sempre la differenza tra 2019 e 2018 della media delle entrate e delle uscite; si può così constatare che a fronte di una media inferiore delle entrate (-109 milioni) la media delle uscite è superiore rispetto all'anno scorso (+1.699 milioni). La risultante è una differenza negativa tra 2018 e 2019 di 1.808 milioni per ciascun mese.

Entrate	Uscite	Differenza
-109	1.699	-1.808

Tabella 8: Scostamento media entrate e uscite mensili tra 2018 e 2019 (€/mln)  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

## Lo stock di Titoli di Stato



Figura 8: Titoli di Stato in scadenza sino a dicembre 2020 (€mln)  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

### I fatti

- Circolante Titoli di Stato a gennaio 2020: 2.036 miliardi.
- Vita media residua: 6,86 anni, in aumento dai minimi di agosto 2019 a 6,73.
- Spesa per interessi lorda nel 2019: 67,4 miliardi.
- Dal 2006 a dicembre 2019 sono stati pagati 1.008 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a dicembre 2019: BOT -0,19%, BTP 0,90%, CCT 0,71%.

### L'analisi

#### Marzo 2020: un muro di 52 miliardi di titoli in scadenza

Il grafico della **Figura 8** mostra una realtà spaventosa! A marzo giungeranno a scadenza oltre 52 miliardi di titoli di Stato, prevalentemente BTP e CTZ, che dovranno essere rimpiazzati con nuove emissioni.

Un passaggio sicuramente delicato, anche nel caso le condizioni di mercato si mantengano tranquille, dato che basta un nonnulla per generare oneri maggiori che verranno poi trascinati negli anni.

Strana sbavatura per il Dipartimento del Tesoro sempre così attento a diluire le scadenze; fa meraviglia che, a differenza di altre occasioni, non siano state avviate operazioni di concambio per contenere la somma in scadenza, si vedano ad esempio gli importi ridotti relativi alle scadenze di luglio e agosto.

Da marzo a dicembre dell'anno in corso il Tesoro si troverà a dover rimpiazzare altri 305 miliardi (**Figura 9**) che si spera possano essere sostituiti a tassi poco distanti da quelli attuali.

Nella **Figura 10** vengono riportati i tassi medi dei titoli di Stato in circolazione, il Tasso Tipico è stato calcolato pesando i tassi medi in funzione della tipologia del circolante.

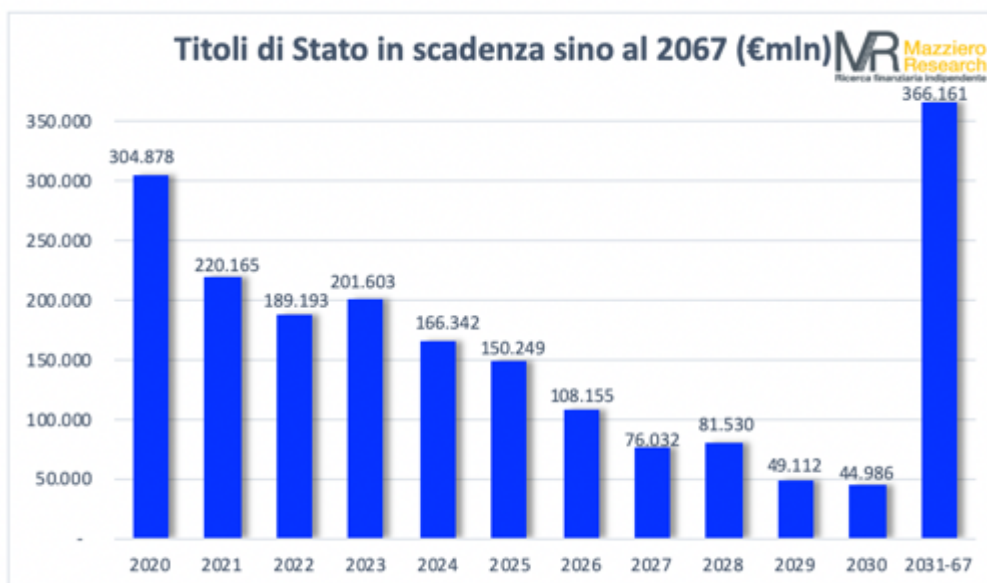


Figura 9: Titoli di Stato in scadenza sino al 2067 (€mln)  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

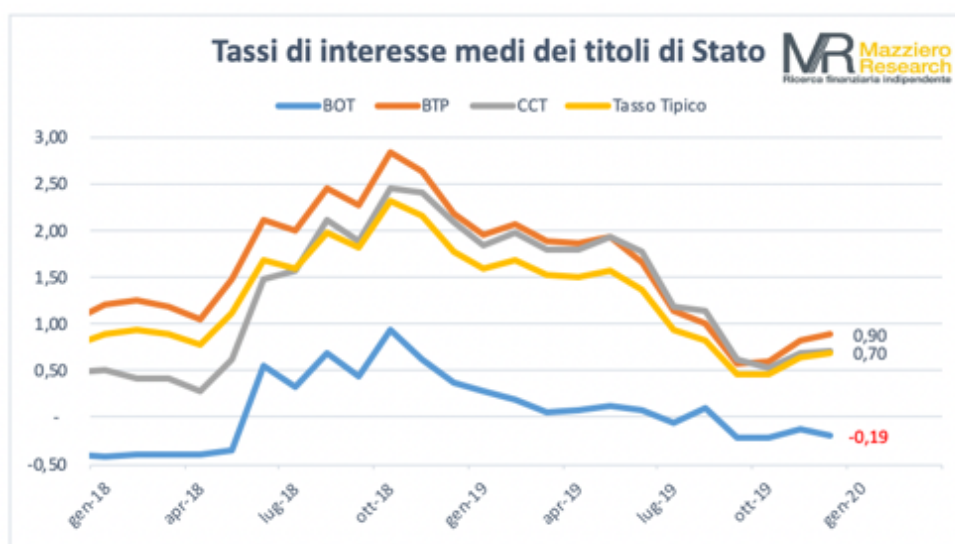


Figura 10: Tassi di interesse medi dei titoli di Stato  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

(Milioni di Euro)	Titoli di Stato	Vita residua	Interessi passivi	Tasso Medio
Anno 2006	1.256.946	6,77	68.869	5,48%
Anno 2007	1.288.578	6,85	76.660	5,95%
Anno 2008	1.356.207	6,82	80.461	5,93%
Anno 2009	1.446.133	7,07	69.457	4,80%
Anno 2010	1.526.334	7,20	68.836	4,51%
Anno 2011	1.586.741	6,99	76.416	4,82%
Anno 2012	1.638.724	6,62	83.566	5,10%
Anno 2013	1.722.670	6,43	77.605	4,50%
Anno 2014	1.782.233	6,38	74.379	4,17%
Anno 2015	1.814.445	6,52	68.093	3,75%
Anno 2016	1.867.214	6,76	66.233	3,55%
Anno 2017	1.906.389	6,90	65.297	3,43%
Anno 2018	1.959.429	6,78	64.662	3,30%
Anno 2019	2.004.766	6,87	67.418	3,36%
Gennaio 2020	2.036.414	6,86	NA	NA

Tabella 9: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a gennaio 2020  
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

### Spesa per interessi: quanto abbiamo speso nel 2019 e la stima 2020



Figura 11: Stima spesa per interessi a fine 2020  
(Elaborazione su dati Ragioneria Generale e stime Mazziero Research)

Stima Mazziero Research spesa lorda a fine 2020: **68,1 miliardi.**

Stima Mazziero Research spesa lorda a gennaio: **1,3 miliardi.**

Spesa per interessi lorda a fine 2019: **67,4 miliardi.**

Stima Mazziero Research spesa netta a fine 2019: **58,6 miliardi.**

*Nota esplicitiva:* Per spesa per interessi lorda si intende l'esborso per interessi come risultante dal conto di cassa della Ragioneria Generale; per spesa per interessi netta si intende il congruaggio tra interessi attivi e passivi e riportato nelle statistiche ufficiali dell'Istat.

Affidabilità stime Mazziero Research sulla spesa per interessi													
Valori in miliardi €		Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic
2016	Stime MR	1,2	8,6	11,1	2,5	8,1	5,8	1,4	8,3	11,5	2,1	8,5	5,5
	Dato Ufficiale	0,7	7,3	12,5	2,3	6,7	5,2	0,8	8,1	11,6	1,7	6,9	4,6
	Δ (Uff - Stima)	-0,5	-1,2	1,5	-0,2	-1,4	-0,6	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-1,6	-0,9
2017	Stime MR	0,8	7,5	12,9	2,4	6,9	5,4	0,8	8,3	11,9	1,8	7,1	4,7
	Dato Ufficiale	1,5	8,0	11,7	2,6	6,5	4,7	0,9	8,2	11,6	1,6	6,7	4,3
	Δ (Uff - Stima)	0,8	0,4	-1,2	0,2	-0,4	-0,7	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4
2018	Stime MR	1,9	8,2	12,0	2,6	6,7	4,8	0,9	8,7	12,3	1,7	6,7	4,6
	Dato Ufficiale	1,6	6,7	13,4	1,3	6,2	4,0	1,6	6,4	12,3	1,2	6,5	6,3
	Δ (Uff - Stima)	-0,3	-1,5	1,4	-1,3	-0,5	-0,8	0,7	-2,3	0,0	-0,5	-0,2	1,7
2019	Stime MR	2,1	7,4	14,2	1,4	6,6	4,2	1,3	6,3	12,2	1,2	6,4	6,2
	Dato Ufficiale	1,3	6,0	14,5	2,2	6,5	3,5	1,6	7,2	12,5	1,5	6,2	4,8
	Δ (Uff - Stima)	-0,8	-1,4	0,3	0,8	-0,1	-0,7	0,3	0,9	0,3	0,3	-0,2	-1,4
2020	Stime MR	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Dato Ufficiale	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Δ (Uff - Stima)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Tabella 10: Affidabilità delle stime Mazziero Research su spesa per interessi

## Il QE2 della BCE

### Dati di sintesi

Descrizione	€ milioni
Acquisti titoli di Stato sino a dicembre 2018 (QE1)	365.354
Scadenze - acquisti tra gennaio e ottobre 2019	457
Acquisti titoli di Stato da novembre 2019 (QE2)	5.511
Totale portafoglio titoli di Stato italiani	371.322
Percentuale sul circolante titoli di Stato italiani	18,5%

*Tabella 11: Situazione acquisti BCE nell'ambito del QE2  
(Elaborazione su dati Banca Centrale Europea)*

### I fatti

- Acquisti di titoli di Stato italiani da inizio QE2: 5,5 miliardi.
- Acquisti di titoli di Stato italiani a gennaio 2020: 4,6 miliardi.
- Durata media del portafoglio di titoli di Stato italiani: 7,09 anni.
- Totali acquisti BCE di titoli di Stato europei da inizio QE2 39,3 miliardi.
- Durata media del portafoglio di titoli di Stato europei: 7,15 anni.

## Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	38.596		24%
Riserve verso FMI	3.475		2%
Diritti speciali prelievo	7.127		4%
Oro	112.790		69%
Altre attività di riserva	774		0%
<b>Totale Riserve</b>		<b>162.762</b>	<b>100%</b>

*Tabella 12: Riserve Banca d'Italia a gennaio 2020  
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

### I fatti

- Le riserve ufficiali a gennaio 2020 ammontano a 162,8 miliardi di euro.
- La variazione rispetto a ottobre 2019, riportata nel precedente Osservatorio, è pari a +6,8 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 69% delle riserve totali.

## Il Prodotto Interno Lordo

(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	1.353.522	1,30%	109,00%	5,91%	2,60%
Anno 2001	1.255.738	57.446	1.692.703	1.419.964	3,30%	108,90%	4,68%	2,30%
Anno 2002	1.301.873	46.135	1.697.001	1.436.097	3,10%	106,40%	3,67%	2,60%
Anno 2003	1.341.850	39.977	1.699.354	1.471.273	3,40%	105,50%	3,15%	2,80%
Anno 2004	1.397.728	55.878	1.723.546	1.526.321	3,60%	105,10%	3,99%	2,30%
Anno 2005	1.436.380	38.651	1.737.642	1.591.537	4,20%	106,60%	2,92%	2,20%
Anno 2006	1.493.031	56.652	1.768.757	1.657.310	3,60%	106,70%	4,10%	2,20%
Anno 2007	1.554.199	61.168	1.795.059	1.677.376	1,50%	103,90%	3,96%	2,00%
Anno 2008	1.575.144	20.945	1.777.791	1.738.315	2,70%	106,10%	1,34%	3,50%
Anno 2009	1.519.695	-55.449	1.683.907	1.838.883	5,30%	116,60%	-3,56%	0,80%
Anno 2010	1.605.694	85.999	1.712.757	1.920.305	4,20%	119,20%	2,08%	1,60%
Anno 2011	1.637.463	31.769	1.724.872	1.973.121	3,70%	119,70%	1,94%	2,90%
Anno 2012	1.613.265	-24.198	1.673.455	2.055.061	2,90%	126,50%	-0,85%	3,30%
Anno 2013	1.604.599	-8.666	1.642.646	2.135.821	2,90%	132,40%	-0,60%	1,30%
Anno 2014	1.627.406	22.807	1.642.571	2.202.819	3,00%	135,40%	0,10%	0,20%
Anno 2015	1.655.355	27.949	1.654.210	2.239.304	2,60%	135,30%	0,90%	0,10%
Anno 2016	1.695.590	40.235	1.677.210	2.285.254	2,40%	134,80%	1,10%	0,50%
Anno 2017	1.736.602	41.012	1.707.084	2.328.697	2,40%	134,10%	1,80%	1,10%
Anno 2018	1.765.421	28.820	1.718.211	2.380.306	2,20%	134,80%	0,70%	1,20%
Anno 2019			1.721.577	2.409.245			0,20%	0,50%
Anno 2019 (st.DEF)	1.783.142	17.721		2.420.341	2,20%	135,70%	0,10%	0,80%
Anno 2020 (st.DEF)	1.817.985	34.843		2.457.921	2,20%	135,20%	0,60%	1,00%
Anno 2021 (st.DEF)	1.867.901	49.916		2.492.070	1,80%	133,40%	1,00%	1,90%
Anno 2022 (st.DEF)	1.917.350	49.449		2.519.922	1,40%	131,40%	1,00%	1,70%
Anno 2019 (st.UE)	1.767.187	1.785		2.406.908	2,20%	136,20%	0,10%	0,60%
Anno 2020 (st.UE)	1.772.488	5.302		2.424.764	2,50%	136,80%	0,30%	0,80%
Anno 2021 (st.UE)	1.783.123	10.635		2.450.011	2,90%	137,40%	0,60%	1,10%
Anno 2019 (st.FMI)	1.768.952	3.531		2.356.244	2,00%	133,20%	0,20%	0,70%
Anno 2020 (st.FMI)	1.777.797	8.845		2.376.915	2,40%	133,70%	0,50%	1,00%
Anno 2021 (st.FMI)	1.790.242	12.445		2.422.018	3,50%	135,29%	0,70%	1,60%
Anno 2022 (st.FMI)	1.800.983	10.741		2.456.721	3,70%	136,41%	0,60%	1,70%
Anno 2023 (st.FMI)	1.811.789	10.806		2.491.753	3,70%	137,53%	0,60%	1,70%
Anno 2024 (st.FMI)	1.822.660	10.871		2.524.586	3,80%	138,51%	0,60%	1,60%
Anno 2019 (st.OCSE)	1.768.952	3.531		2.405.775	2,20%	136,00%	0,20%	0,60%
Anno 2020 (st.OCSE)	1.776.028	7.076		2.417.174	2,20%	136,10%	0,40%	0,70%
Anno 2021 (st.OCSE)	1.784.908	8.880		2.420.336	2,00%	135,60%	0,50%	1,10%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti delle stime

Tabella 13: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2019, stime anni successivi di DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

### I fatti

- Nel 4° trim. 2019 la crescita del PIL è stata negativa -0,3% (dati preliminari Istat).
- Il PIL resta del 4,4% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL per il 2019 è +0,2%.
- La produzione industriale a dicembre 2019 è scesa del 2,7% rispetto al mese precedente.
- La produzione industriale a dicembre 2019 è scesa del 4,3% rispetto all'anno precedente e del 1,4% rispetto al trimestre precedente.
- Il commercio al dettaglio a dicembre 2019 è salito dello 0,5% rispetto al mese precedente.
- Il commercio al dettaglio a dicembre 2019 è salito dello 0,9% rispetto all'anno precedente ed è rimasto inalterato rispetto al trimestre precedente.
- Il commercio elettronico a dicembre 2019 è salito del 18,4% rispetto all'anno precedente.

Nota: tutti i dati di fonte Istat riportati qui sopra sono destagionalizzati.

### L'analisi alle pagine seguenti

## PIL: come è andata nel 2019?

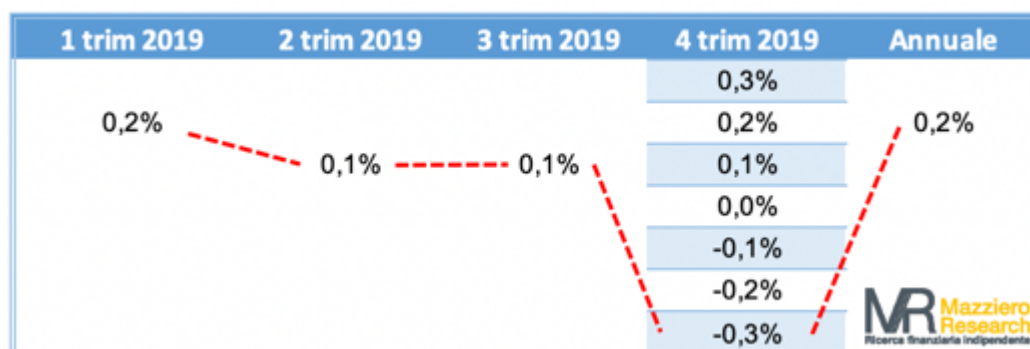


Tabella 14: Evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale nel 2019  
(Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)

Se dovessimo soffermarci sul dato del PIL annuale, si potrebbe dire che il 2019 non è andato affatto male: si è chiuso con un progresso del +0,2% meglio di quel +0,1% previsto nella Nota di aggiornamento al DEF da parte del Governo (si veda anche la sezione inferiore della **Tabella 13**).

Se però si analizza in modo meno superficiale e si presta attenzione all'andamento dei vari trimestri si nota una preoccupante discesa al -0,3% nel 4° trimestre, controbilanciata da una seppur scarsa positività dei primi tre trimestri dell'anno (**Tabella 14**).

Occorre specificare che ci troviamo ancora di fronte a stime Istat preliminari e che non si può escludere un leggero miglioramento del 4° trimestre nel dato definitivo; ma al tempo stesso occorre considerare che la criticità della situazione non cambierebbe minimamente. Infatti, se si osserva la **Tabella 15** si nota come la crescita del nostro Paese presenta valori asfittici da ben due anni senza che vi sia un reale cambiamento di marcia. Ora il dato negativo del 4° trimestre pone in seria considerazione la possibilità di trovarci in recessione tecnica qualora vi sia il segno meno anche nel 1° trimestre dell'anno in corso.

	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.
2018	0,1%	-0,1%	-0,2%	0,1%
2019	0,2%	0,1%	0,1%	-0,3%

Tabella 15: Variazioni trimestrali del PIL negli ultimi due anni  
(Elaborazione su dati Istat)

Anche a livello europeo il confronto è impietoso. La **Figura 12** mostra la crescita trimestrale in Europa dal 2008 ad oggi: quando gli altri crescono noi non cresciamo, o lo facciamo molto meno; quando gli altri calano (es. Francia -0,1%) noi andiamo peggio (-0,3%).

## Che ne sarà di noi nel 2020?

I dati del 2019 creano un pesante effetto trascinamento nel 2020, come si può notare dalla **Tabella 16** una crescita trimestrale nulla fornirebbe un PIL annuale di -0,2%, la cosiddetta crescita acquisita. Le prime stime Mazziere Research indicherebbero un rimbalzo dal pessimo dato del 4° trimestre 2019, andando a segnare un minimo progresso dello 0,1% nel

1° trimestre 2020, l'anno proseguirebbe con dati deboli in parziale miglioramento dal secondo semestre.

Il risultato finale non andrebbe molto oltre al -0,1%, fortemente ipotocato proprio dal 2019. Questo elemento fornisce la misura di come la previsione di +0,6% del Governo nella Legge di Bilancio sia lontana dal vedersi realizzata e di come in sede comunitaria la Commissione Europea potrà richiamare a una maggiore concretezza. L'autunno si presenterà estremamente caldo quando il Governo dovrà nuovamente cimentarsi a neutralizzare l'aumento IVA nel 2021 per 20 miliardi di clausole di salvaguardia.

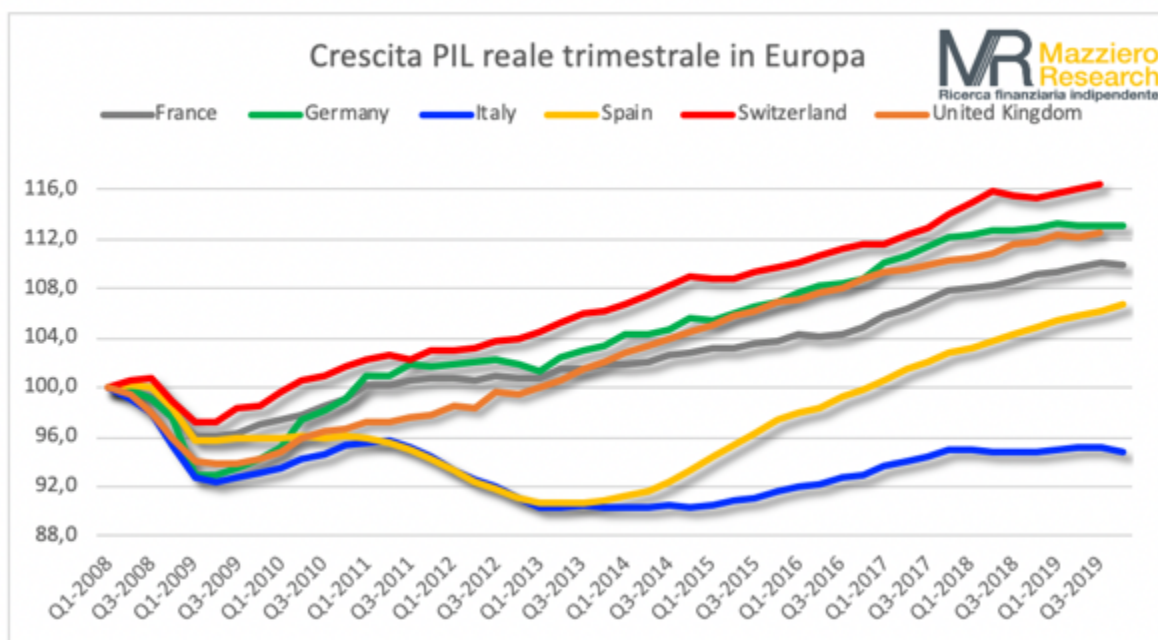


Figura 12: Crescita trimestrale in Europa dal 2018 ad oggi  
(Elaborazione Mazziere Research su dati Ocse)

Preliminare 2019		Proiezioni PIL 2020 - calcolo valore annuale						
1q 2019	0,2%	1q 2020	-0,1%	0,0%	0,1%	0,2%	0,4%	0,5%
2q 2019	0,1%	2q 2020	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,4%	0,7%
3q 2019	0,1%	3q 2020	0,2%	0,0%	0,2%	0,4%	0,5%	0,9%
4q 2019	-0,3%	4q 2020	0,3%	0,0%	0,3%	0,5%	0,6%	1,0%
<b>Annuale</b>	<b>0,2%</b>	<b>Annuale</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,6%</b>

↑
↑
↑
↑

Come è andata nel 2019
Crescita acquisita con variaz. trim. nulla
Stima preliminare Mazziere Research
Valori per ottenere la stima del Governo

Tabella 16: Stime evoluzione trimestrale del PIL e variazione annuale nel 2020  
(Elaborazione Mazziere Research su modelli proprietari)

## Produzione industriale a dicembre disastrosa

Come se non bastasse il dato della produzione industriale a dicembre è stato disastroso, con un arretramento del 2,7% rispetto al mese precedente (istogramma rosso nella **Figura 13**) e del 4,3% su base annua. La **Figura 13** rende bene l'idea dell'andamento cumulativo (linea blu) ritornato ai valori del 2016 annullando così i progressi degli ultimi 3 anni.

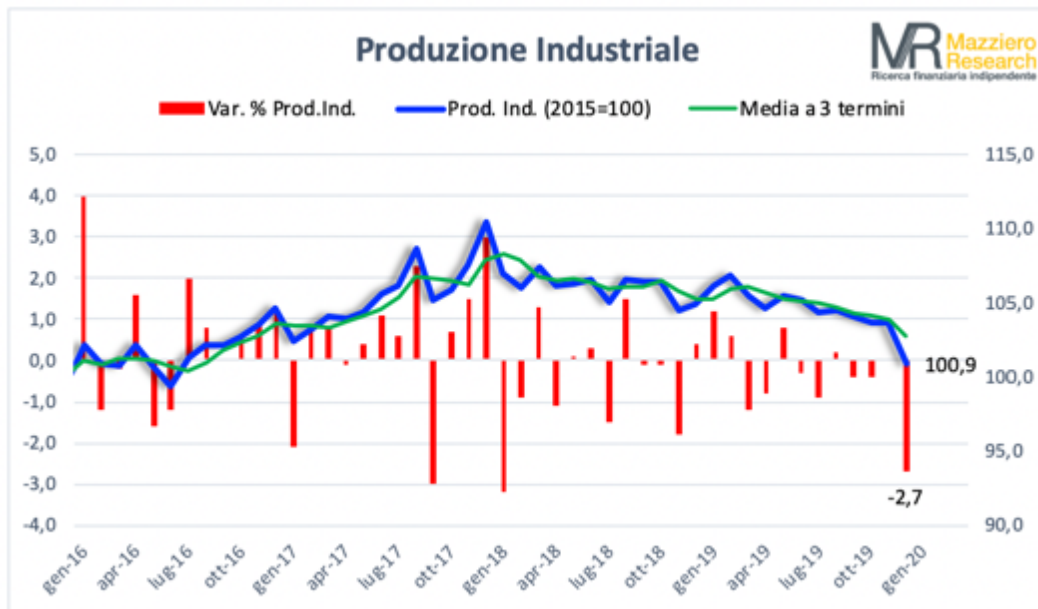


Figura 13: Produzione industriale da gennaio 2016 a dicembre 2019  
(Elaborazione su dati Istat)

## Il cambio di passo è una priorità indifferibile

Questa condizione di scarsa crescita e alto debito dovrebbe essere posta al primo posto dell'agenda di Governo. Posto che sia difficile ridurre in queste condizioni il debito, anche se andrebbero ben esaminate le responsabilità di tutte le occasioni sprecate in questi anni, almeno la crescita dovrebbe essere oggetto di azioni tempestive e concrete.

Il Governo non può ritenersi esente da un fattivo coinvolgimento di tutte le forze politiche e dovrebbe esporre al Parlamento e ai cittadini in modo chiaro e con la massima urgenza:

1. Quali iniziative intende adottare per una concreta ripresa della crescita;
2. Quali sono le risorse economiche a sostegno di tali iniziative;
3. Qual è l'impatto minimo e massimo stimato e in base a quali scenari di fondo.

Nel corso degli anni i tradizionali appuntamenti di previsione di bilancio (DEF, NaDEF ecc.) non si sono mostrati particolarmente affidabili (si veda anche la **Figura 5**) pertanto il Governo dovrebbe intensificare gli appuntamenti programmatici per indicare:

1. Lo stato di attuazione delle riforme e delle misure economiche;
2. La valutazione di eventuali scostamenti dagli obiettivi;
3. Le misure da intraprendere per il ripristino del percorso di pianificazione.

Occorre prendere coscienza che la situazione è giunta ormai a un punto che rende indifferibile l'urgente adozione di misure atte a un cambio di passo. Un cambio di registro che non si misura nelle parole, ma nei fatti, e il Governo non può esimersi da questa responsabilità nei confronti dei cittadini.

**Prodotto interno lordo (PIL, in inglese GDP)**

Misura il risultato finale dell'attività produttiva di persone e imprese residenti. In Italia è calcolato mediante il "Metodo della produzione" che consiste nel sottrarre alla produzione i costi intermedi. Il PIL comprende: gli investimenti e i consumi finali dei soggetti privati, una parte della spesa dello Stato e delle amministrazioni pubbliche (es. non comprende la spesa per le pensioni e per gli interessi passivi sul debito pubblico), le esportazioni a cui vengono sottratte le importazioni, oltre ad altre voci minori.

**PIL nominale**

Misura del PIL in moneta corrente, ossia rilevato ai prezzi dell'anno per il quale è calcolato. La sua variazione comprende quindi la componente di inflazione.

**PIL reale**

Viene calcolato dividendo il PIL nominale per un numero indice dei prezzi.

**Deflatore PIL**

Indica quanta parte della variazione del PIL è dovuta all'inflazione, si ricava dal rapporto fra PIL nominale e PIL reale.

**Dati corretti per gli effetti di calendario**

Depurati dalla differenza annuale dei giorni lavorativi, delle festività pasquali e dell'anno bisestile.

**Dati destagionalizzati**

Depurati delle fluttuazioni stagionali dovute a fattori meteorologici, consuetudinari, legislativi, o altro.

**Variazione congiunturale**

Variazione percentuale rispetto al trimestre precedente.

**Variazione tendenziale**

Variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente.

**Crescita acquisita**

Crescita annuale che si otterrebbe in presenza di una variazione congiunturale nulla nei restanti trimestri dell'anno.

## La disoccupazione

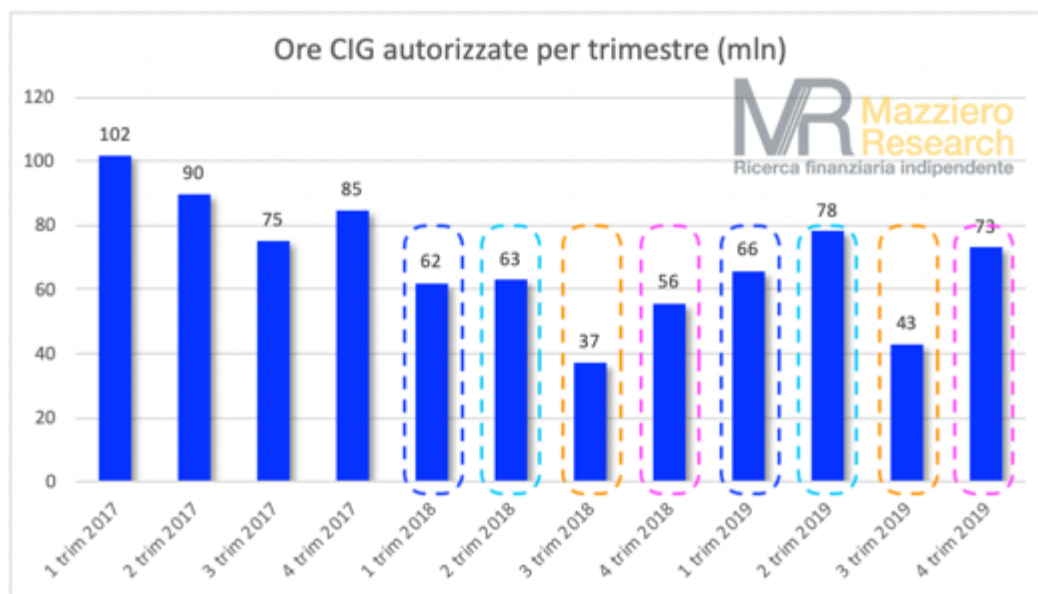


Figura 16: Ore di cassa integrazione trimestrali autorizzate dal 2017 al 2019  
(Elaborazione su dati INPS)

### I fatti

- Disoccupazione: 9,8% a dicembre 2019; minimo a 12 mesi 9,6% ad agosto 2019. 28,9% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; minimo a 12 mesi 27,9% a giugno 2019.
- Tasso di occupazione: 59,2% della popolazione tra 15 e 64 anni; massimo a 12 mesi 59,3% a novembre 2019.
- Tasso di inattività: 34,2% della popolazione tra 15 e 64 anni; minimo a 12 mesi 34,1% a novembre 2019.
- Tasso di mancata partecipazione: 18,5% nel 3 trim.2019, minimo 18,3% 2 trim.2019; record storico 23,7% nel 1 trim.2015;
- Cassa integrazione: nel 4 trim 2019 autorizzate 73 milioni di ore; nel 3 trim 2018 furono autorizzate 56 milioni di ore.

### L'analisi

#### *Cassa integrazione: il canarino nella miniera*

I minatori di carbone portavano sempre con loro un canarino nei tunnel di estrazione, il povero volatile veniva impiegato come segnalatore di esalazioni di gas che lo avrebbero intossicato ben prima di concentrazioni letali per i minatori.

La **Figura 14** mostra le ore di cassa integrazione autorizzata, per ciascun trimestre del 2018 e 2019 si è provveduto a riquadrare il dato con colorazioni diverse a seconda del trimestre. È sufficiente così una semplice occhiata per confrontare il 1° trimestre del 2019 con il medesimo del 2018 e a seguire per tutti i successivi.

Quello che si può notare è che in tutti i trimestri del 2019 le ore di cassa integrazione sono state maggiori del medesimo trimestre nell'anno precedente.

Questa ricorrenza ci dice una cosa semplice, che il mercato del lavoro è molto debole e in maniera persistente le astensioni in cassa integrazione sono in aumento.

Siamo di fronte al tipico canarino nella miniera che ci segnala qualcosa che non va nella disponibilità dei posti di lavoro.



Figura 15: Tassi di disoccupazione totale e giovanile da gennaio 2018 a dicembre 2019 (Elaborazione su dati Istat)

### Poche novità in termini di disoccupazione

La disoccupazione totale e giovanile continua a stazionare sui medesimi livelli da ormai diversi mesi (Figura 15).

La **Tabella 17** ci consente meglio di tracciare un bilancio del 2019: in totale gli occupati sono cresciuti di 136 mila unità, tutti i nuovi posti di lavoro sono di tipo dipendente (207 mila unità), principalmente, e questa è una buona notizia, risultano a carattere permanente. Sono invece diminuiti i lavoratori indipendenti con un calo di 71 mila unità nel 2019 e di 30 mila nel solo ultimo trimestre.

Questo calo potrebbe essere dovuto a una stabilizzazione di alcune occupazioni che venivano precedentemente coperte con lavoratori a partita Iva.

(valori espressi in migliaia)		Variazione 4° trim. 2019	Variazione anno 2019
Occupati	23.376	13	136
Dipendenti	18.122	43	207
Permanenti	14.999	15	162
A termine	3.123	28	45
Indipendenti	5.255	-30	-71

Tabella 17: Tipologia e variazione degli occupati a dicembre 2019 (Elaborazione su dati Istat)



*Figura 16: Disoccupazione in Europa a dicembre 2019  
(Elaborazione su dati Eurostat)*

*Disoccupazione in Europa: Francia e Germania al palo, continua il calo in Spagna*

Come si è stabilizzato il valore della disoccupazione in Italia, anche Francia e Germania presentano scarse variazioni rispetto al precedente Osservatorio (**Figura 16**).

La Germania continua a presentare dati ammirevoli conservando la piena occupazione, sebbene la disoccupazione sia salita di 0,1 punto percentuale dai valori estivi.

Continua invece a un ritmo incalzante la riduzione della disoccupazione in Spagna, che ha ridotto il tasso dello 0,7% nell'anno 2019 portandosi al 13,7%.

**Riquadro 5**

**Disoccupati:** persone non occupate tra i 15 e 74 anni che hanno svolto un'azione attiva di ricerca di lavoro.

**Occupati:** persone oltre i 15 anni che hanno svolto almeno un'ora settimanale di lavoro o che sono state assenti per ferie o malattia.

**Forze di lavoro:** comprendono occupati e disoccupati.

**Inattivi:** persone che non fanno parte delle forze di lavoro e quindi non sono né occupati né disoccupati.

**Tasso di disoccupazione:** rapporto tra le persone in cerca di occupazione e le corrispondenti forze di lavoro.

**Tasso di occupazione:** rapporto tra gli occupati e la popolazione di riferimento.

**Tasso di mancata partecipazione:** rapporto tra la somma dei disoccupati e coloro che sarebbero disponibili a lavorare, pur non cercando occupazione, rispetto alla somma tra queste persone e le forze di lavoro.

**Tasso di inattività:** rapporto tra le persone non appartenenti alle forze di lavoro e la corrispondente popolazione di riferimento.

## L'inflazione



Figura 17: Valori di inflazione dell'indice IPCA  
(Elaborazione su dati Istat)

### I fatti

- Il tasso di inflazione annua IPCA a gennaio è pari al +0,5%.
- Il tasso di inflazione annua FOI a dicembre è pari al +0,4%.
- Il tasso di inflazione annua NIC a gennaio è pari al +0,6%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2020 è pari al +0,1%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 102,0.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 102,5.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 103,0.

### L'analisi

#### *Inflazione in lieve recupero, ma con prospettive in calo*

Dopo essersi mantenuta per qualche mese allo 0,2% su base annuale, l'inflazione IPCA, indice armonizzato europeo, sale leggermente portandosi a +0,5% pur in un periodo di saldi stagionali (**Figura 17**).

Il recupero è principalmente dovuto al rialzo dei beni energetici non regolamentati, essenzialmente carburanti, che hanno visto un recupero del prezzo del petrolio nell'ultimo trimestre dello scorso anno.

Il fatto che attualmente il petrolio stia segnando dei minimi a 12 mesi, sui timori di rallentamento globale determinati dal Coronavirus, determinerebbe fra 1-2 mesi un nuovo ribasso dell'inflazione qualora non dovessero intervenire nuovi elementi.

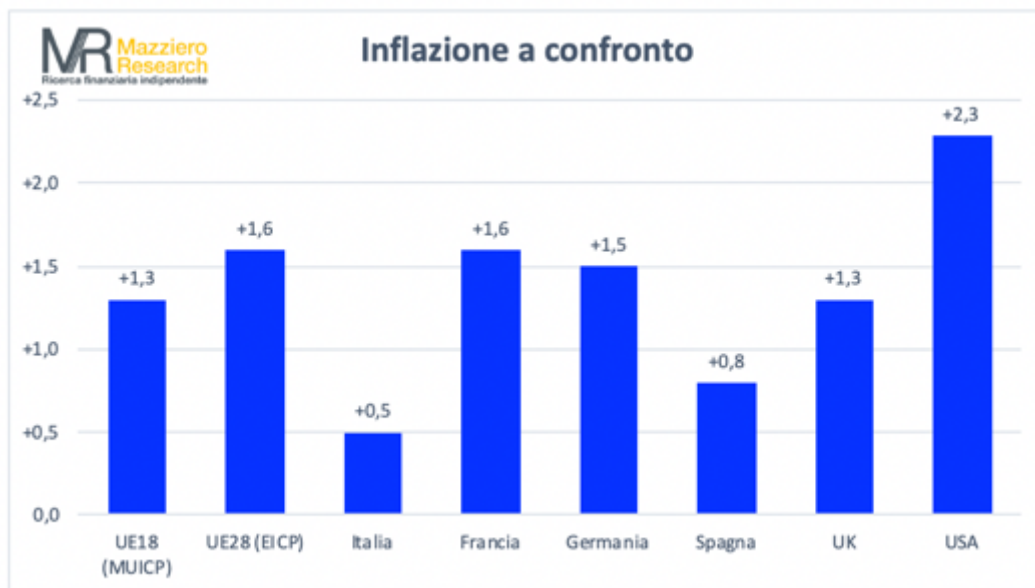


Figura 18: Inflazione in alcuni Paesi a dicembre 2019  
(Elaborazione su dati Eurostat)

A livello europeo l'Italia continua a mostrare un valore di inflazione più basso dei principali partner comunitari: un aspetto positivo per le tasche dei cittadini, ma nel contempo cartina al tornasole di un quadro economico debole.

La stessa Spagna, con valori di disoccupazione maggiori dei nostri, presenta una pressione sugli acquisti che portano l'inflazione al +0,8%. Ben il doppio Francia e Germania, che presentano un'inflazione tra l'1,5 e l'1,6%, non poi così distante dal livello programmato dalla BCE.

Gli Stati Uniti superano addirittura il 2%, testimoniando la buona tonicità dell'economia, grazie a uno scenario di piena occupazione con una conseguente pressione sugli acquisti.

## Riquadro 6

### **Inflazione acquisita**

Indica la variazione media annua dell'indice ipotizzando che l'indice mantenga, nei restanti mesi dell'anno, il medesimo valore dell'ultimo dato mensile disponibile.

### **FOI (ex tabacchi)**

Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati; la dicitura *ex tabacchi* indica l'esclusione nella rilevazione dei prezzi dei tabacchi. È una misura dell'inflazione rilevata in base ai consumi delle famiglie che fanno capo a un lavoratore dipendente.

### **NIC**

Indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività. È una misura dell'inflazione considerando la collettività nazionale come un'unica grande famiglia.

### **IPCA**

Indice dei prezzi al consumo armonizzato per i paesi dell'Unione Europea. È una misura dell'inflazione comparabile tra i diversi paesi europei, in base a una metodologia di calcolo comune definita da Eurostat. A differenza degli altri indici tiene conto dell'abbassamento dei prezzi per abbigliamento e calzature durante i saldi stagionali.

## Approfondimenti

### *Le distorsioni dei tassi bassi*

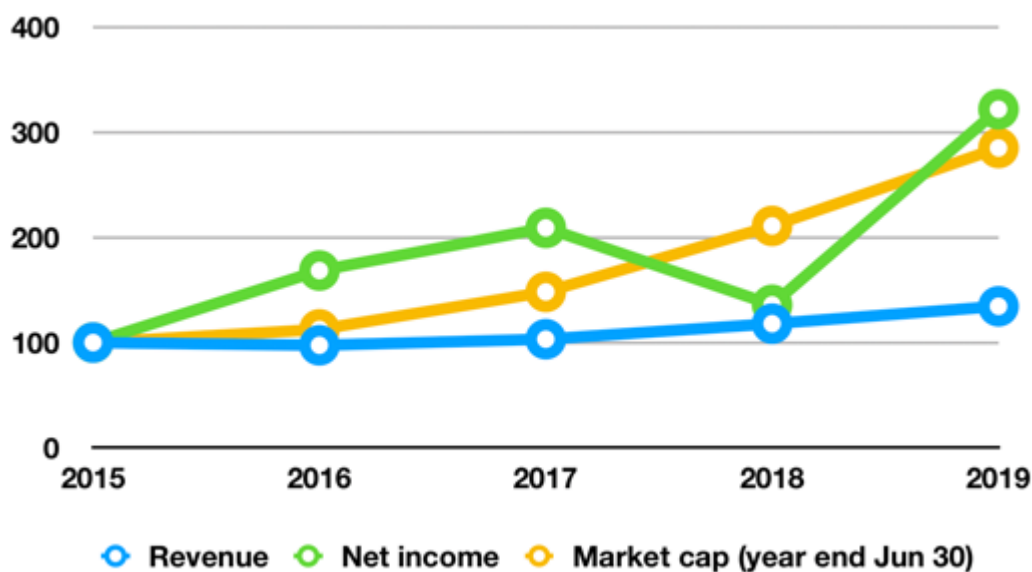
(Il commento)  
di *Andrew Lawford, CFA*

In seguito al commento nel precedente numero di questo Osservatorio, si voleva esaminare ancora il fenomeno dei tassi d'interesse bassi e il suo effetto sulla percezione delle nostre economie.

Recentemente, un importante gestore del Regno Unito<sup>1</sup> ha fatto notare che ci è voluto ben 42 anni per la società Microsoft per diventare un'azienda con una capitalizzazione pari a 500 miliardi USD. Dopodiché, ci sono voluti appena altri due anni per aggiungere ulteriori 500 miliardi USD di capitalizzazione. Aggiungiamo da parte nostra che la soglia di 1.500 miliardi USD di capitalizzazione è stata sfiorata nel mese di febbraio 2020, a meno di un anno dal superamento del traguardo dei mille miliardi. Oggi, il titolo capitalizza quasi 2 volte e mezza l'intero indice italiano FTSE MIB 40 (giusto per dare un poco di prospettiva). Nel grafico riportato sotto è stato evidenziato l'andamento dei ricavi, l'utile netto e la capitalizzazione di mercato, indicizzato a base 100 nel 2015.

---

<sup>1</sup> Ruffer: "Gravity: suspended until further notice" febbraio 2020  
<https://www.ruffer.co.uk/greenline>



A prima vista può sembrare che l'espansione degli utili più che giustifichi l'espansione della capitalizzazione di mercato nel periodo considerato, ma bisogna tener presente che le aspettative del mercato continuano a crescere e questo nonostante l'aumento relativamente contenuto dei ricavi. Strutturalmente è impossibile per qualsiasi azienda continuare ad espandere i propri margini all'infinito, quindi ci si domanda con quale criterio gli investitori arrivano alla loro stima di valore per Microsoft.

Ed è qui che si ricongiunge al tema dei tassi d'interesse. Tradizionalmente, il tasso d'interesse ha avuto una funzione importante nelle analisi delle società, perché rappresenta il costo del tempo quando si sta cercando di formulare una stima del valore attuale di tutti i flussi di cassa futuri attesi per una determinata impresa. Più basso è il tasso applicato (il cosiddetto tasso di sconto) e più valore possiamo dare oggi ai flussi attesi in futuro. Con un tasso a zero, i flussi attesi anche in un futuro abbastanza lontano finiscono per avere lo stesso valore dei flussi di cassa attesi nell'anno prossimo. Quindi, di fatto, a livello di analisi tradizionale, i dubbi sul futuro spariscono ed i flussi futuri possono essere riportati ad oggi con il loro pieno valore.

Messo in questi termini, diventa ovvia l'assurdità della situazione. Si fa fatica a prevedere che cosa debba succedere tra 5 anni, per non parlare di 20, e, nel caso della Microsoft, lo si sta facendo in un contesto di tecnologia in rapida evoluzione e le autorità che potrebbero minacciare la forza dei principali gruppi tecnologici al mondo (attraverso azioni antitrust o simili).

Senza andare troppo lontani da casa, si può vedere l'effetto dei bassi tassi di sconto anche in titoli ritenuti sicuri (seppur non tanto eccitanti paragonandoli ai titoli tecnologici) come TERNA, che negli ultimi 5 anni ha visto un incremento degli utili netti di circa il 30%, accompagnato da un rialzo del titolo di circa il doppio. Quando si parla della distorsione al mercato provocata dall'imposizione di tassi bassi o nulli da parte delle banche centrali, gli esempi di Microsoft e TERNA ne danno dei segni chiari.

### **Il ritorno dello stress nel mercato dei *repo***

Gli sviluppi recenti nel mercato dei *repo* (transazioni di pronti contro termine) negli USA sembrano dare conferma dell'impegno delle banche centrali a dare sostegno ai mercati. Un fenomeno visto durante la crisi del 2008 è stato il malfunzionamento del mercato dei *repo*, con quella mancanza di liquidità che caratterizzava il sistema interbancario all'epoca. Vedere riaffiorare segni di stress in questo mercato durante il mese di settembre dello scorso anno ha creato non poche preoccupazioni per i partecipanti al mercato. Da tassi *repo* che solitamente viaggiavano intorno a 0,10 - 0,20%, si è assistito a momenti in cui hanno toccato il 7%.

La cosa peggiore, però, è vedere la difficoltà con la quale istituzioni internazionali come la BIS (Bank of International Settlements) riescono a spiegare le cause di questo fenomeno.<sup>2</sup> Di fatto, sembra che i fattori principali siano: la crescita delle emissioni di titoli di stato da parte del Tesoro USA, combinata con l'aumento dei requisiti di capitale liquido per le banche più grandi. Infatti, il capo della JPMorgan, Jamie Dimon, ha dichiarato che a causa della normativa stringente imposta alle banche di dimensioni sistemiche, la

---

<sup>2</sup> BIS Quarterly Review - Dicembre 2019: "September stress in dollar repo markets: passing or structural?" [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1912v.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912v.htm)

liquidità in eccesso che la sua banca poteva utilizzare per calmare il mercato dei *repo* non poteva essere destinata a questo utilizzo:

“Toccherà alla vigilanza decidere se vogliono ricalibrare il tipo di liquidità che si aspettano da noi.”<sup>3</sup>

Per quanto riguarda la crescita delle nuove emissioni di titoli di stato negli USA, questo fenomeno sembra destinato a continuare (a prescindere da chi vince le elezioni presidenziali quest’anno), e fa sì che le banche tendano a tenere un peso importante dei loro asset in questi titoli. A sua volta, la liquidità disponibile si riduce e quindi la Fed deve intervenire per mantenerla al livello necessario. Quindi, in poche parole, l’emissione di nuovo debito da parte degli USA viene assorbita indirettamente dalla Fed stessa. Nella maggior parte del vecchio continente, la questione è molto simile: il sistema finanziario deve assorbire sempre più titoli di stato, drenando la liquidità che andrebbe destinata alle imprese.

Intanto la Fed, dopo aver dato un sostegno enorme al mercato attraverso transazioni *repo* pari a \$120 miliardi, sta cercando di ridurre gradualmente questo impegno. Si vedrà nei prossimi mesi l’effetto che avrà e se, con l’eventuale arrivo di nuove tensioni, la risposta delle autorità sarà uguale a quella degli ultimi anni: un eccesso di debito che viene curato con ulteriore debito.

---

<sup>3</sup> Bloomberg: “Dimon says regulation limited JPMorgan from calming repo market” - 15 ottobre 2019. Il testo originale della dichiarazione di Dimon è: “It’s up to the regulators to decide if they want to recalibrate the kind of liquidity they expect us to keep...”

# La misurazione sbagliata della produttività. *Definizioni e conseguenze*

*(Note economiche)  
di Gabriele Serafini*

## Sommario

L'economia italiana da molti anni non cresce quanto le altre. Spesso, una delle cause è considerata la bassa produttività del lavoro. Per poter giudicare che questa sia la causa è però necessario capire come si misuri la produttività. Le pagine che seguono chiariscono il metodo di calcolo stabilito in Italia e nei Paesi OCSE e indicano perché la produttività del lavoro non possa essere misurata senza tener conto della produttività del capitale. Il problema che riscontriamo, però, è che la produttività del capitale è mal misurata e quindi non è possibile ritenere che la stagnazione economica dipenda dalla bassa produttività del lavoro.

### 1. Introduzione.

Un interessante articolo di Sestito e Torrini<sup>1</sup>, recentemente pubblicato su Lavoce.info, ha il grande pregio, a nostro avviso, di procedere dall'assunto che la produttività del lavoro sia strettamente dipendente dalla produttività del capitale. Poiché in questa fase storica, ormai piuttosto prolungata, la produzione realizzata in Italia non riesce a crescere allo stesso passo di quella di altri Paesi, spesso si parla della bassa produttività del lavoro come di una delle principali cause di questo ristagno. Un articolo che interconnette la produttività del lavoro con quella del capitale, è quindi molto utile per capire anche il legame fra produttività e redditi. Quando si parla di bassa produttività

---

<sup>1</sup> <https://www.lavoce.info/archives/63354/perche-litalia-ristagna/>

del lavoro, infatti, si traggono troppo spesso due conseguenze: 1) la bassa crescita è causata dai lavoratori poco produttivi; 2) i lavoratori non possono lamentarsi dei loro redditi bassi, proprio perché non producono abbastanza. Se fossero più produttivi, potrebbero essere aumentati anche i loro redditi ma, dato che così non è, “chi è causa del suo mal pianga sé stesso”.

Per spiegare che la produttività non è misurata bene, nelle prossime pagine indichiamo dapprima che cosa misura e come è misurata la produttività. Quindi chiariamo perché la sua misurazione non è corretta e quali importanti informazioni si perdono a causa di tale misurazione sbagliata.

## 2. Produttività: che cosa si misura.

Iniziamo ricordando che non è condiviso da tutte le scuole di pensiero che il reddito di ciascun fattore produttivo rifletta, o debba riflettere, la sua produttività. Mentre la teoria economica ha infatti generato, da più di un secolo, la teoria della concorrenza che vuole che la distribuzione del reddito sia funzione della produttività marginale di ciascun fattore produttivo, i modelli macroeconomici degli ultimi trenta/quarant'anni considerano che le forme prevalenti di mercato determinano una distribuzione del reddito che è funzione dei poteri di mercato degli agenti e dei gruppi economici.<sup>2</sup> L'analisi teorica di tale aspetto, però, non costituisce l'oggetto di queste pagine. La cosa che invece ci preme spiegare, riguarda la modalità di calcolo della produttività dei fattori, in particolare del lavoro e del capitale, perché ad oggi essa rappresenta uno degli elementi più problematici sui quali riflettere per evitare che i dati ottenuti siano impiegati con risultati fuorvianti. È bene notare subito che le modalità di calcolo della produttività sono condivise a livello internazionale e che ci si può riferire, quindi, sia alle pubblicazioni dell'ISTAT, che a quelle dell'OCSE<sup>3</sup>.

Secondo l'ISTAT<sup>4</sup>, per Produttività intende il “rapporto tra una misura del volume dell'output realizzato e una misura del volume di uno o più fattori,

---

<sup>2</sup> Per questo aspetto, è sufficiente consultare, ad esempio, il manuale di Olivier Blanchard (Id, *Macroeconomia*, il Mulino, Bologna, 2006), uno dei più diffusi in Italia e nel mondo occidentale, anche nella sua nuova versione in Inglese: Id, *Macroeconomics*, Pearson Education, Edinburgh Gate, Harlow, Essex, England, 2017.

<sup>3</sup> <http://www.oecd.org/sdd/44312350.pdf>, pp. 65 e seguenti.

<sup>4</sup> Report Misura di produttività, 26 novembre 2019, pubblicato sul sito web dell'ISTAT: [https://www.istat.it/it/files/2019/11/Report\\_misure\\_produttivit%C3%A0\\_2018.pdf](https://www.istat.it/it/files/2019/11/Report_misure_produttivit%C3%A0_2018.pdf)

richiesti per la sua produzione”.<sup>5</sup> Così, la Produttività del lavoro è data dal “rapporto tra l’indice di volume del valore aggiunto e l’indice di volume dell’input di lavoro, ossia è il valore aggiunto per ora lavorata”,<sup>6</sup> mentre la Produttività del capitale è data dal “rapporto tra l’indice di volume del valore aggiunto e l’indice di volume dei flussi dei servizi resi dallo stock esistente di capitale, ossia il valore aggiunto per unità di input di capitale.”<sup>7</sup>

L’attenzione va posta sulla parola “volume”, che ricorre più volte in queste definizioni, proprio perché è necessario misurare il volume dell’output prodotto tramite un certo volume dell’input. Se, infatti, ponessimo un indicatore di reddito come misura sia dell’output che dell’input, rischieremmo di finire in un circolo vizioso qualora un certo reddito totale prodotto fosse misurato da una certa quantità di reddito facente parte di quello stesso reddito complessivo.<sup>8</sup> L’input non sarebbe infatti indipendente dall’output ed all’aumentare del reddito impiegato aumenterebbe il reddito prodotto, col risultato fuorviante che al solo diminuire del reddito dell’input, aumenterebbe la sua produttività, e viceversa.<sup>9</sup> Non si deve quindi misurare la produttività mediante un reddito che sia presente sia al numeratore che al denominatore dell’indice di produttività.

Su quale volume misurare, poi, l’ISTAT e l’OCSE ci dicono che non bisogna misurare lo stock di lavoro o capitale impiegato ma il flusso dei loro servizi impiegati. Come dire, non bisogna considerare quanti lavoratori siano impiegati ma quante ore siano state lavorate per produrre. Lo stesso ragionamento vale per il capitale. Non si deve considerare lo stock di capitale impiegato, ma il flusso dei suoi servizi impiegati. Proprio su come misurare tale flusso dei servizi del capitale, però, nascono i problemi che vogliamo evidenziare.

---

<sup>5</sup> Ivi, p. 9.

<sup>6</sup> Ibidem. Il valore aggiunto è dato dalla sommatoria dei redditi dei fattori produttivi. Ad esempio, se i fattori sono Lavoro e Capitale, il valore aggiunto è dato dalla somma dei redditi riconducibili al lavoro e al capitale; ossia dai salari e stipendi, cui si sommano gli ammortamenti, i redditi d’impresa e la remunerazione del capitale di prestito.

<sup>7</sup> Ibidem.

<sup>8</sup> Notiamo, per inciso, che secondo la critica avanzata dalla scuola economica inaugurata dai lavori di Piero Sraffa e Pierangelo Garegnani del 1960, la teoria economica - oggi definita neoclassica - non può in generale separare coerentemente gli input dagli output. Come abbiamo promesso nelle righe precedenti, però, non ci occupiamo di questo tema.

<sup>9</sup> Il ragionamento è semplice: se il denominatore diminuisce di un certo ammontare, e la stessa diminuzione è parte anche del numeratore, ferme rimanendo le altre quantità, il numeratore diminuisce di meno del denominatore e il loro rapporto aumenta.

### 3. Produttività: come si misura.

Mentre la misurazione del flusso di lavoro avviene tramite le ore lavorate, la misura del flusso di servizi erogati dal capitale non avviene in base alle ore di impiego di questa grandezza, anche perché il capitale non è una grandezza omogenea.<sup>10</sup> È sicuramente vero che anche le ore lavorate non sono tutte della stessa qualità e che esse dipendono anche dalla qualifica del lavoratore. Del resto, anche le ore lavorate da un lavoratore autonomo o da un dirigente senza obbligo di timbratura all'entrata e all'uscita del posto di lavoro non sono misurate. Esse sono solo stimate dall'ISTAT, ipotizzando che essi lavorino tante ore quanto un lavoratore dipendente. Tuttavia, elementi come il capitale e i suoi servizi erogati nel settore delle costruzioni, ad esempio, non sono affatto assimilabili a una misura di stock e dei suoi servizi, erogati da un capitale nel settore bancario; neanche ipotizzando una tipologia di ora standard di messa in uso dei due capitali. Ecco allora che la misurazione di tali servizi avviene mediante una differente procedura, che a nostro avviso, tuttavia, cela una misura di reddito dietro una misura di volume, e soprattutto finisce in un circolo vizioso<sup>11</sup> che invalida la misurazione della produttività e determina l'omissione di importanti informazioni.

Il flusso dei servizi del capitale è calcolato moltiplicando lo stock di capitale esistente<sup>12</sup> per il Costo d'uso dei servizi del capitale.<sup>13</sup> Il Costo d'uso dei servizi del capitale, desunto dalla Contabilità Nazionale, è dato<sup>14</sup> dalla somma del Risultato Lordo di gestione (RLg) e della quota del Reddito misto (Rm) che non è riferibile al lavoro indipendente, e che quindi è considerata remunerazione del capitale.

---

<sup>10</sup> Se il capitale sia o meno una grandezza omogenea è una questione che negli anni Sessanta del Novecento ha costituito l'oggetto di un acceso dibattito, sul quale sono intervenuti economisti di primissimo piano, del calibro, ad esempio, di Paul A. Samuelson. Non è possibile dirimere la questione in poche righe, ma basti ricordare che anche qualora il capitale fosse considerato nella sua forma generale di moneta, la misurazione delle sue forme produttive deve per forza considerare la sua trasformazione in capitale produttivo concreto, industriale, finanziario o di altre forme, tutte qualitativamente differenti.

<sup>11</sup> Secondo il vocabolario Treccani, ad vocem, un "circolo vizioso" è un "argomento in cui una nozione è definita per mezzo di un'altra a sua volta definita per mezzo della prima".

<sup>12</sup> Pari alla somma degli investimenti passati, al netto della perdita di efficienza.

<sup>13</sup> Tale grandezza è anche detta Reddito del capitale oppure Prezzo dei servizi produttivi del capitale.

<sup>14</sup> ISTAT: "Report Misura di produttività", p. 13, nota 4. Documento datato 26 novembre 2019, pubblicato sul sito web dell'ISTAT: [https://www.istat.it/it/files/2019/11/Report\\_misure\\_produttivit%C3%A0\\_2018.pdf](https://www.istat.it/it/files/2019/11/Report_misure_produttivit%C3%A0_2018.pdf)

Il Costo d'uso è quindi considerato pari a tre componenti, di cui la prima è incognita e si deriva per differenza dalle altre due. Le tre componenti sono: 1. Tasso di rendimento endogeno (T.r.e.; incognito); 2. Tasso di Deprezzamento del capitale (T.d.c.; dato dagli ammortamenti); 3. Tasso di Guadagno(+)/Perdita(-) in conto capitale (T.G/P; calcolato mediante la media mobile a tre termini degli ultimi tre anni del deflatore dei beni capitali). Il Costo d'uso dei servizi del capitale è quindi posto uguale alla somma di queste tre componenti, di cui l'unica incognita è il tasso di rendimento endogeno, che si ricava, come detto, per differenza dalle altre grandezze.<sup>15</sup>

Posto che il flusso dei servizi del capitale è dato dalla moltiplicazione dello stock di capitale per questo costo d'uso, esso è un reddito, pari infatti alla somma del Risultato lordo di gestione e della quota di Reddito misto non riferibile al lavoro indipendente. Pertanto, lungi dal misurare una quantità d'impiego dalla quale deriverebbe un reddito, il flusso dei servizi del capitale è direttamente un reddito; e ciò che più conta è che tale reddito, che costituisce l'input, fa parte anche dei redditi che costituiscono l'output.

L'output, come detto, è infatti dato dal Valore Aggiunto, costituito dalla sommatoria dei redditi dei vari fattori produttivi, e fra tali redditi compaiono proprio il Risultato lordo di gestione e il Reddito misto.

La misurazione della produttività del capitale, quindi, è a nostro avviso insoddisfacente, sia perché considera un reddito al posto di un volume, sia perché considera al denominatore una grandezza che fa parte anche del numeratore. I problemi, però, purtroppo non finiscono qui, perché tramite questo metodo si perdono anche informazioni importanti sul rapporto fra la produttività del lavoro e quella del capitale, che, come indicato anche nell'articolo citato all'inizio, permetterebbero di capire se la bassa produttività di un fattore dipenda dalla bassa produttività dell'altro. Veniamo quindi alle conseguenti informazioni omesse.

#### 4. Alcune informazioni omesse.

Queste pagine erano iniziate con l'apprezzamento dell'articolo che richiama la dipendenza della produttività del lavoro dalla tecnologia impiegata. È chiaro

---

<sup>15</sup> Sinteticamente:  $T.r.e. = (RLg + Rm) - (T.d.c.) + (T.G/P)$ .

che se la tecnologia è arretrata, anche la produzione realizzabile dal fattore lavoro non potrà che essere arretrata. Tuttavia, se non è misurabile correttamente la quota del fattore capitale impiegata per produrre, anche la produttività del fattore lavoro, pur risentendo della produttività dell'altro fattore, non può essere correttamente analizzata. L'importanza di questo aspetto può essere reso evidente mediante un esempio come quello che riportiamo nella tabella alla fine di quest'articolo.

Se per realizzare una data produzione, ipotizziamo pari a 1.000, s'impiegano solo lavoro e capitale in pari proporzioni, ciascun fattore avrà un peso pari al 50% del totale dei fattori impiegati. Partendo da questa situazione, ipotizziamo due processi produttivi successivi nei quali l'impiego di lavoro rimanga invariato (ipotizziamo che tale importo sia pari a 30), mentre aumenti l'impiego di capitale, che passerà da 30 a 40 fino a arrivare a 60. In questo caso, la produttività misurata del lavoro non sarà variata, mentre quella del capitale sarà diminuita. Secondo quanto chiarito prima, una mancata corretta misurazione dei servizi erogati dal fattore capitale già non potrebbe misurare tale variazione; ma, come anticipato, c'è di più.

Poiché l'impiego di lavoro non è variato mentre è aumentato l'impiego di capitale, è evidente che ora il fattore lavoro mette in moto più capitale di prima, ma è altrettanto evidente che la produttività del capitale è diminuita in relazione alla produttività del lavoro. Nell'esempio numerico che proponiamo nella tabella, la produttività del lavoro non varia, mentre quella del capitale diminuisce dapprima del 25% e poi del 33%, determinando un aumento della produttività relativa del lavoro del 16,67% e poi del 28,57% (vedi l'ultima riga della tabella).

Oltre ai limiti del metodo di misurazione della produttività del capitale, è quindi evidente che nel caso di errata misurazione della produttività di un fattore produttivo, si aggiungono anche i problemi della mancata rilevazione dell'aumento della produttività di un fattore, in questo caso il lavoro, rispetto all'altra, quella del capitale. Tale informazione è ovviamente importante perché permette di evidenziare che un pari impiego di lavoro avrebbe prodotto un maggior output qualora non fosse diminuita la produttività del capitale.

Da questo, possiamo quindi rilevare che la misurazione della produttività del lavoro non può essere ritenuta sufficiente a stabilire la sua effettiva partecipazione alla produzione, e quindi a stabilire i redditi che dovrebbero

percepire i lavoratori. Ciò in quanto la misurazione del fattore capitale è sbagliata e tale da non permettere neppure di ottenere informazioni realistiche circa l'andamento della produttività relativa dei due fattori. Il problema della misurazione della produttività di un fattore si riflette quindi negli errori di valutazione della produttività dell'altro fattore e nelle valutazioni circa la remunerazione che tali fattori dovrebbero percepire per la loro partecipazione al processo produttivo.

### 5. Un caveat necessario.

Questi sono solo due problemi, sui quali riteniamo necessario che si avvii un dibattito. Ben sappiamo, però, che il dibattito necessario deve essere il più ampio possibile, perché ad oggi non si è in grado di fornire una misurazione alternativa adeguata del fattore capitale. È pertanto necessario destinare risorse alla ricerca in tale direzione, se non si vuole accettare che tale misurazione non sia possibile. In entrambi i casi, ciò che si può fare sin da subito è che non si traggano, da misurazioni evidentemente sbagliate, valutazioni necessariamente altrettanto sbagliate. Anche se i dati indicano che la produttività del lavoro non aumenta, dati analoghi non possono dir nulla sulla produttività del capitale; pertanto non è corretto legare i redditi percepiti dai lavoratori a questi dati sulla loro produttività.

<i>Tabella: Tre processi produttivi</i>	1° processo	2° processo	3° processo
Produzione reale	1000	1000	1000
Quantità del fattore L	30	30	30
Quantità del fattore K	30	40	60
<i>Produttività del fattore L</i>	33,33	33,33	33,33
<i>Variazione della produttività</i>		0,00%	0,00%
<i>Produttività del fattore K</i>	33,33	25,00	16,67
<i>Variazione della produttività</i>		-25,00%	-33,33%
<i>Produttività relativa</i>			
<i>Quota del fattore L</i>	50,00%	42,86%	33,33%
<i>Variazione della produttività relativa</i>		16,67%	28,57%

## Conclusioni

*a cura di Maurizio Mazziero*

Meno 0,1%, questa la nostra stima preliminare per il PIL di quest'anno, un risultato preoccupante che speriamo di migliorare nel corso dei mesi, ma che si porta la pesante eredità dei dati del 2019, in particolare di quel meno 0,3% nel 4° trimestre 2019 che speriamo ardentemente verrà corretto al rialzo nella lettura definitiva dell'Istat.

La cassa integrazione funge da canarino nella miniera nel segnalare situazioni fortemente critiche nel mondo del lavoro, che contrastano con una disoccupazione abbastanza stabile appena sotto il 10%.

Positivo invece il dato finale del debito di fine 2019, che con una riduzione di 35 miliardi nel mese dicembre, ha portato il valore a 2.409 miliardi. Una soddisfazione effimera, dato che già a partire dal mese di gennaio tornerà ad aumentare, avvicinandosi secondo le nostre stime ai 2.450 miliardi.

L'insieme delle condizioni economiche, inserite in uno scenario internazionale incerto, rende il nostro Paese ancora più fragile, con la necessità già ora di porre mano a misure correttive per ristabilire una traiettoria tracciata soltanto due mesi fa con la Legge di Stabilità.

Presto dovranno ricominciare i colloqui con la Commissione Europea e la precarietà dei conti pubblici diventerà a tutti evidente.

### **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.

## *Sommario delle stime Mazziere Research*

### ***Debito Pubblico***

*La stima a gennaio 2020*

**2.449 miliardi (forte aumento)**

Intervallo confidenza al 95%: **2.443 – 2.455 miliardi**

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 16 marzo 2020

*La stima a giugno 2020*

**Compreso tra 2.465 e 2.487 miliardi**

Intervallo confidenza al 95%

Dato ufficiale verrà pubblicato il: 14 agosto 2020

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

*Stima Mazziere Research spesa lorda a fine 2020: 68,1 miliardi.*

*Stima Mazziere Research spesa lorda a gennaio: 1,3 miliardi.*

*Spesa per interessi lorda a fine 2019: 67,4 miliardi.*

*Stima Mazziere Research spesa netta a fine 2019: 58,6 miliardi.*

*Nota esplicativa: Per spesa per interessi lorda si intende l'esborso per interessi come risultante dal conto di cassa della Ragioneria Generale; per spesa per interessi netta si intende il conguaglio tra interessi attivi e passivi e riportato nelle statistiche ufficiali dell'Istat.*

### ***Variazione PIL***

*Stima PIL 1° trimestre 2020: +0,1%*

*Stima PIL 2020: -0,1%*

*La stima è formulata in base a una serie di fattori, verrà rivista periodicamente e pubblicata sul sito Mazziere Research.*

*Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca*

## Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*  
Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*  
Banca d'Italia, *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*, 8 ottobre 2019  
Banca d'Italia, *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2020-2022*, 12 novembre 2019  
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, *Scenari economici*  
Centro Studi Confindustria, *Indagine rapida sulla produzione industriale*  
Commissione Europea, *Autumn 2019 Economic Forecast: A challenging road ahead*, 6 novembre 2019  
Corte dei conti, *Audizione della Corte dei conti sulla Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*, 8 ottobre 2019  
Corte dei conti, *Audizione sul bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2020 e bilancio pluriennale per il triennio 2020-2022*, 12 novembre 2019  
Fitch, *Fitch Upgrades Greece to 'BB'; Outlook Positive*, 24 gennaio 2020  
Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'A-'; Outlook Stable*, 13 dicembre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable*, 13 dicembre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Croatia at 'BBB-'; Outlook Positive*, 6 dicembre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Sweden at 'AAA', Outlook Stable*, 6 dicembre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Positive*, 22 novembre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Portugal at 'BBB', Outlook Positive*, 22 novembre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Slovakia at 'A+'; Outlook Stable*, 8 novembre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 25 ottobre 2019  
Fitch, *Fitch Maintains the UK on Rating Watch Negative*, 18 ottobre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Latvia at 'A-'; Outlook Stable*, 11 ottobre 2019  
Fitch, *Fitch Revises Cyprus's Outlook to Positive; Affirms at 'BBB-', 11 ottobre 2019*  
Fitch, *Fitch Affirms Estonia at 'AA-'; Outlook Stable*, 4 ottobre 2019  
Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA-'; Outlook Stable*, 4 ottobre 2019  
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*  
Inps, *Osservatorio sul precariato*  
Istat, *Attività conoscitiva preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*, 8 ottobre 2019  
Istat, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del disegno di legge recante bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2020 e bilancio pluriennale per il triennio 2020-2022*, 12 novembre 2019  
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, *Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza 2019*, 30 settembre 2019  
 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  
 Moody's, *Moody's affirms Denmark's Aaa rating; maintains stable outlook*, 29 novembre 2019  
 Moody's, *Moody's changes outlook on UK's rating to negative from stable, affirms Aa2 rating*, 8 novembre 2019  
 Moody's, *Moody's affirms Belgium's Aa3 ratings; maintains stable outlook*, 11 ottobre 2019  
 Standard & Poor's, *Estonia 'AA-/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 6 dicembre 2019  
 Standard & Poor's, *Ireland Upgraded To 'AA-/A-1+' From 'A+/A-1' On Prudent Policies and Vigorous Growth; Outlook Stable*, 29 novembre 2019  
 Standard & Poor's, *Italy BBB' Ratings Affirmed; Negative Outlook*, 25 ottobre 2019  
 Standard & Poor's, *Greece Upgraded To 'BB-' On Receding Budgetary Risks And Lifting Of Capital Controls; Outlook Positive*, 25 ottobre 2019  
 Standard & Poor's, *France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 4 ottobre 2019  
 Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Nota sulla congiuntura*  
 Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito delle audizioni preliminari all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*, 8 ottobre 2019  
 Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito delle audizioni preliminari all'esame della legge di bilancio per il triennio 2020-2022*, 12 novembre 2019

## **Comitato di Redazione**

*Maurizio Mazziero è un analista finanziario, Socio Professional SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto di materie prime. Fondatore della Mazziero 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 Mazziero 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. Preside della Facoltà di Business and Management e Senior Lecturer in History of Economic Thought presso la NCI – University in London (UK). È inoltre ricercatore e docente di Storia del pensiero economico e Statistica presso il corso di Laurea Magistrale in Scienze dell'Economia e in Master di secondo livello dell'Università degli Studi Niccolò Cusano di Roma. I suoi interessi scientifici concernono le teorie della produzione, scambio e distribuzione della ricchezza, sia in relazione alla loro coerenza interna che alla loro evoluzione 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, 19 febbraio 2020*



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

## **I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research**

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

## **Pubblicazioni speciali della Mazziere Research**

*Speciale NaDEF 2018*

8 ottobre 2018

# MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2020

Rivista scientifica  
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035