

# LE SORTI DELL'EURO SI SCRIVONO NEL 2022



**La bolletta energetica alle stelle e il tentativo di “tapering” della Banca Centrale Europea rischiano di mettere a dura prova la tenuta dell’Unione monetaria con rialzi dei tassi e conseguenti timori sui debiti pubblici come il nostro. Chi ci ha guadagnato dall’introduzione dell’Euro sino ad oggi (sono passati giusto 20 anni) è stata indubbiamente la Germania. La ricchezza media degli italiani non è quasi cresciuta nello stesso periodo ma l’inflazione ha eroso circa un terzo del valore dell’Euro nel 2021. Oggi l’esigenza di tornare a far crescere le economie periferiche può spingere il governo dell’Unione all’emissione di bond europei in larga scala, che nel tempo potrebbero rimpiazzare i titoli di stato nazionali, almeno per le infrastrutture. Ma la strada è in salita. E il nostro spread ne risente...**



## ***LA RICCHEZZA MEDIA DEGLI ITALIANI NON E' CRESCIUTA...***

Sono passati poco più di vent’anni dalla perdita della sovranità monetaria del nostro paese e, sebbene il nostro debito pubblico sia cresciuto sensibilmente, la sua sostenibilità è apparentemente migliorata, anche grazie ai massicci acquisti di titoli di stato italiani da parte della banca centrale europea. Il regime di tassi bassi imposto dall’introduzione di una moneta forte ha inoltre indubbiamente favorito la riduzione della spesa pagata per il servizio di quel debito. Eppure nello stesso periodo la ricchezza media degli italiani ha fatto ben pochi passi in avanti: è cresciuta in vent’anni soltanto del 4,6%, passando da 159.300 a 166.300 euro, mentre quella di altri paesi europei è decisamente migliorata: la Francia ha visto nel ventennio una crescita del 24,1%, passando da 150.330 a 187.000 euro, e la Germania ha sperimentato addirittura una crescita (il 50% in più) doppia della Francia e oltre dieci volte dell’Italia, passando da 112.800 a 169.500 euro (in media del

2,5% annuo).

### **...E IL PRODOTTO INTERNO LORDO NEMMENO**

Se poi volessimo parlare non di ricchezza, bensì di reddito, la crescita al netto dell'inflazione del prodotto interno lordo italiano (PIL) si è quasi azzerata, giungendo allo 0,9% nell'ultimo decennio e ha fatto poco meglio in quello precedente (2000-2010) con una crescita del 3,2%. Molto meglio era andata prima dell'introduzione della moneta unica: nel decennio precedente (1990-2000) il PIL era cresciuto del 17,3%, in quello prima ancora (1980-1990) del 26,9% e addirittura del 45,2% negli anni '80. Nel grafico l'andamento dell'output globale lordo che vede un costante ridimensionamento dell'Europa:



Dunque avete letto bene: al netto dell'inflazione! Cioè quella crescita del PIL italiano, che stava già indubbiamente riducendosi in termini assoluti dagli anni '80 al primo decennio del 2000 ma che comunque correva, al netto delle svalutazioni monetarie, nell'ordine del 3% medio annuo, è poi letteralmente crollata intorno allo zero assoluto (+4,1% in vent'anni, cioè lo 0,2% annuo) con l'introduzione dell'Euro e di tutti i suoi vincoli! E senza più alcuna svalutazione, numeri alla mano. Non sono opinioni: sono numeri, e come tali molto testardi!

Senza dubbio dobbiamo tenere conto del fatto che, se l'intera Europa ha fatto qualche passo indietro nella competenza internazionale nel medesimo ventennio di moneta unica, è stata soprattutto l'Italia nello stesso periodo a sbagliare quasi tutto quello che poteva. Ma occorre altresì notare il trasferimento netto di ricchezza operato dalla Germania a proprio favore all'interno dell'Unione Europea, cosa che fa pensare -ex-post- che le stringenti regole comunitarie sono servite più a questo, che a generare una crescita di ricchezza complessiva.



### **DAL 2001 L'EURO SI E' SVALUTATO DEL 44%**

Ora nello stesso ventennio l'inflazione è senza dubbio scesa ai minimi storici, arrivando addirittura ad essere negativa negli anni successivi alla grande crisi finanziaria del 2008-2009. La media annua di tutto il periodo è stata pari all'1,73% producendo una svalutazione media del potere d'acquisto in Euro del 43,4% nel medesimo ventennio, come si può vedere dai due grafici qui riportati (uno in termini reciproci all'altro):

Se dividiamo quel quasi 44% di perdita di potere d'acquisto in Euro nei vent'anni, otteniamo un tasso annuo (non composto) di svalutazione di circa il 2,2% annuo. Come dire

che la crescita in termini reali del nostro PIL si è più o meno azzerata, ma la perdita di potere d'acquisto a seguito dell'inflazione dei prezzi ce l'abbiamo avuta ugualmente, e ha eroso all'incirca un terzo del valore monetario a nostre mani a inizio 2001. Di nuovo, vorrei evitare pregiudizi: non sono opinioni a proposito della moneta unica, soltanto testardissimi numeri!

### ***ORA PERO' L'INFLAZIONE COMPLICA TUTTO***



Il vero problema però arriva senza dubbio quest'anno, dal momento che l'inflazione si è di colpo risvegliata ben oltre le medie storiche, arrivando nell'ultimo mese al 5% medio nella zona Euro (come si può vedere dal grafico qui sotto) e, ahimè, anche con la prospettiva di rimanere intorno a quei livelli piuttosto a lungo!



Nello stesso mese di Dicembre infatti l'inflazione americana è arrivata al 7% ma soprattutto è cresciuta -più che proporzionalmente nell'Unione Europea- la bolletta energetica! Con la quasi certezza che ciò si rifletterà notevolmente sull'inflazione tendenziale dell'anno in corso, come si legge nel grafico qui accanto:

### ***L'ENERGIA COSTA MOLTO DI PIU'***

E questo proprio mentre le tensioni politiche con la Russia fanno ridurre le forniture da quest'ultima e lievitare le importazioni di gas da petrolio liquefatto dagli U.S.A.:



L'Unione Europea cioè non soltanto si è privata di un importante strumento deflattivo che poteva essere il più basso costo dell'energia importata dalla Federazione Russa a causa dell'adesione incondizionata alla posizione contrapposta degli Stati Uniti d'America, mettendosi di conseguenza nelle mani degli esportatori di gas americano (che deve peraltro essere prima rigassificato al suo arrivo nei nostri porti per venire utilizzato) ma rischia di aver perso, per Paesi come il nostro, il principale vantaggio che sembrava mostrare in termini di stabilità monetaria e difesa contro l'inflazione, a causa della bolletta energetica.

### ***IL TAGLIO DEGLI ACQUISTI DA PARTE DELLA B.C.E.***

Il Vero problema è infatti non è chiedersi quanto sia stato utile all'Italia aver fatto parte sino ad oggi dell'Unione Monetaria Europea, bensì sapere ***quanto a lungo la Banca Centrale Europea (BCE) potrà continuare ad acquistare i titoli di stato italiani*** tenendone bassi i tassi d'interesse di conseguenza.



Nel 2020 la BCE ne ha acquistati per 175 miliardi (coprendo interamente il nostro deficit pubblico pari a 159 miliardi). Nel 2021 per 155 miliardi (coprendo il 92% del medesimo deficit pari a 167 miliardi). Nel 2022 ha in programma di acquistarne molti meno! Soltanto 63 miliardi di titoli (coprendo però solo il 60% del deficit pubblico italiano, stimato in 106 miliardi), oltre al reinvestimento in nuovi titoli della liquidità proveniente dai rimborsi dei titoli giunti a scadenza. Nel 2022 insomma la musica rischia di cambiare!

Mai cioè come negli ultimi due anni l'appartenere all'Unione monetaria europea ha giovato al nostro Paese (seppure in cambio di una notevole frenata alla nostra competitività). Ma oggi le sfide (soprattutto a seguito dell'inflazione) si moltiplicano proprio mentre la giostra che ha rinviato sino ad oggi molti problemi del nostro Paese (gli acquisti di BTP da parte della BCE) sembra giunta a fine corsa!

In conseguenza dei suddetti acquisti, nel 2021 la percentuale di debito pubblico detenuto dalla BCE e dalle istituzioni europee è arrivata al 28% e (pur nella previsione di un dimezzamento degli acquisti BCE nel 2022 su base annua) nel 2022 sarà almeno pari al 30% (prima della pandemia era stato soltanto il 16%).

### ***RIDURRE IL DEBITO SENZA ALZARE LE TASSE ?***

Pochi giorni fa (prima di Natale) si erano riuniti il nostro capo di governo (Mario Draghi) e quello francese, nonché presidente di turno dell'Unione Europea (Emmanuel Macron) convenendo su un progetto semplice ma ambizioso: "Ridurre il debito senza alzare le tasse". Ma le ultime notizie in termini di inflazione importata rischiano di tagliare decisamente le gambe a quel progetto. Cosa farà l'Italia per rendersi appetibile nel piazzare i suoi titoli pubblici nel corso di quest'anno ? Riuscirà a sfoderare una crescita robusta dell'economia tale da far tornare in discesa il rapporto debito pubblico / prodotto interno lordo? Al momento sembra improbabile, anche a causa del crollo dei consumi dovuto al virus...

Oppure riuscirà l'Europa a recuperare un dialogo al suo interno tra "fondamentalisti" e "progressisti" affinché si prosegua ad emettere debito pubblico comunitario, ben oltre il programma "NEXT GENERATION EU" (finanziato peraltro solo per metà dal debito dell'Unione)? La sfida è solenne nei mesi che verranno, anche perché in uno scenario difficile come quello che si prospetta per il prossimo biennio e con gli strascichi delle ondate pandemiche, la possibilità di contrastare la mancata crescita con una maggior spesa infrastrutturale europea è una delle poche panacee rimaste a sostenere i pilastri dell'Unione.

## **MA QUANDO ARRIVANO GLI EUROBOND ?**

La risposta a questo interrogativo è fondamentale per vedere l'Unione Europea finalmente consolidarsi con l'occasione, oppure arrivare in fretta a disgregarsi irrimediabilmente. Noi siamo ovviamente ottimisti! Nessuno ha davvero interesse a tornare indietro di vent'anni. Pur con tutti i limiti e difetti che si possono elencare di quest'unione a metà. Né appaiono oggi plausibili scenari di "Italexit" che pure, in senso astratto, potrebbero risultare a noi convenienti. Non siamo nemmeno lontanamente paragonabili al Regno Unito! Il grafico riportato segnala infatti la necessità di aggiornare al ribasso le stime di crescita al netto dell'inflazione (il "deflatore" nel 2022 sarà ben maggiore di quello qui recentemente previsto):



Motivo per cui ben difficilmente le forze politiche italiane potranno dare luogo ad una crisi istituzionale nell'anno appena iniziato. Il solito teatrino della politica per un po' di tempo si può giurare allora che stavolta non andrà in scena: senza gli acquisti della BCE e senza una crescita poderosa il debito pubblico italiano può solo crollare o ridursi. E nessuno dei due scenari è oggi accettabile.

Per questo motivo si può tranquillamente scommettere sulla stabilità politica italiana e sul **"whatever it takes"** per riuscire a far continuare il nostro Paese nella stabilità fino a fine legislatura, onde promuovere la crescita economica interna. Magari con l'estensione del PNRR, finanziato in parte, appunto, di nuovo dal debito comunitario... (anche per contrastare il mancato rinnovo del blocco delle rate prestiti bancari a 700mila PMI -€27 miliardi- e la fine delle garanzie pubbliche -Giugno '22- ai prestiti erogati a 2,5 milioni di aziende).

**Stefano di Tommaso**

---

# **SE I TASSI AMERICANI MINACCIANO I MERCATI FINANZIARI**



***Con i rendimenti dei titoli di Stato americani a 10 anni che hanno toccato il livello record del 3,25% molti investitori istituzionali stanno iniziando la rotazione dei portafogli dall'investimento azionario a quello obbligazionario. La tendenza è incentivata dal fatto che la borsa americana negli ultimi 10 anni non ha fatto che salire e la quota di investimenti "passivi" (cioè legati all'indice di borsa) altrettanto. La Federal Reserve sembra agli occhi degli operatori finanziari avere proprio esagerato nell'esprimere, attraverso il suo Governatore, un eccesso di zelo nel dichiarare che proseguirà nell'incremento dei tassi di interesse quasi "a prescindere". La tendenza potrebbe danneggiare anche il tentativo dell'Italia di dare nuovo fiato alla propria asfittica crescita economica...***



### ***NEL GRAFICO: LA ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI IN ATTO DA UN SETTORE ECONOMICO ALL'ALTRO***

I tassi di interesse, di conseguenza, stanno crescendo un po' in tutto il mondo. E poiché i tassi di interesse che vengono fissati dalla FED sono quelli a breve termine sul dollaro, stiamo assistendo anche ad un altro fenomeno "poco ortodosso" che è quello dell'appiattimento dei rendimenti dei titoli obbligazionari americani, a prescindere dalle scadenze. Un bond con scadenza trentennale rende oggi sostanzialmente gli stessi interessi di quello a un anno, senza concedere alcun premio per la liquidità a quello più breve.

### ***PROBLEMI PER I PAESI EMERGENTI E PER LA CRESCITA ECONOMICA GLOBALE***

Non soltanto questo fatto rispecchia attese del mercato non troppo ottimistiche per il futuro (dal momento che se prevedesse una prolungata crescita economica sarebbe parte del "pacchetto" anche l'attesa per una ripresa dell'inflazione e dunque una crescita dei rendimenti a lungo termine), ma evidentemente innalza artificialmente il prezzo del denaro

per gli investimenti e il finanziamento dell'acquisto di beni durevoli e infine conferisce eccessivo slancio al dollaro che, rivalutandosi, crea indubbi problemi alle divise dei paesi emergenti, molti dei quali hanno denominati in dollari la maggior parte dei debiti nazionali.

Se aggiungiamo all'ospedale scenario appena delineato qualche tensione geo-politica di troppo (le "guerre commerciali" con la Cina hanno oramai mostrato a tutti il loro vero volto: la volontà dell'America di evitare che le imprese cinesi continuino a "soffiare" impunemente tecnologia a quelle americane che vengono a produrre in Asia), e il rigonfiamento non pienamente previsto del prezzo del petrolio che si avvia a toccare i dintorni dei 100 dollari al barile (sebbene nessuno possa prevedere quanto durerà la limitazione dell'offerta di petrolio che ne rigonfia il prezzo), ecco che sembra materializzarsi lo spettro della tempesta perfetta per i mercati finanziari:

- Il dollaro attrae capitali in America risucchiandoli dalle periferie finanziarie del globo e impoverendole di conseguenza,
- I tassi di interesse "spiazzano" l'investimento azionario che si svaluta corrispondentemente (a fine settembre le Borse valevano 80mila miliardi di dollari mentre ora questo valore è sceso a 77mila. Altri 1.000 miliardi di dollari si sono volatilizzati per la discesa di valore delle obbligazioni che a fine settembre capitalizzavano 50mila miliardi e adesso sono scese a quota 49mila per effetto dei maggiori tassi di interesse),
- Gli investitori iniziano di conseguenza l'ennesima rotazione di portafogli verso investimenti più prudenti ma la giostra non è mai a somma zero: nel processo di disinvestimento si incrementa la quota di liquidità detenuta dagli investitori e si riducono i capitali disponibili per l'investimento sui mercati finanziari.
- I titoli "tecnologici" che sono in molti casi anche quelli a maggiore capitalizzazione (almeno a Wall Street) rischiano di essere quelli che ne fanno le maggiori spese,
- La riduzione dei valori delle borse e la riduzione dei capitali investiti nei paesi emergenti induce a sua volta un fattore correttivo per la crescita economica globale che in tal modo ne risulta danneggiata.



## ***IL RISCHIO CHE LA CONGIUNTURA IMPATTI NEGATIVAMENTE SULLA MANOVRA DI GOVERNO***

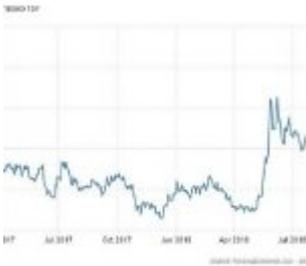
Possibile che, se avverrà tutto ciò, sia "colpa" della Federal Reserve? Certo che no, almeno: non solo. Ma è chiaro che se il circolo vizioso indotto dall'eccesso di incremento dei tassi di interesse non viene fermato in tempo i danni che possono derivarne sono notevoli, ivi inclusi quelli relativi al nostro piccolo Paese, la cui tanto discussa manovra economica con risvolti "espansivi" rischia di confrontarsi con un contesto internazionale

che invece può risultare recessivo, con il contestuale rischio che le esportazioni italiane ne risentano negativamente e che aumenti il divario tra i tassi americani e quelli europei che può favorire anche per l'Europa una riduzione della liquidità disponibile. Sarebbe una bella iattura, che tuttavia è per fortuna tutt'altro che scontata.

**Stefano di Tommaso**

---

# IL FATTORE DI DISTURBO DELLA MANOVRA ECONOMICA



***La tesi della maggioranza politica eletta pochi mesi fa in Parlamento è chiarissima: se le molti anni (dalla nomina di Monti) e fino a ieri l'aver aderito in toto alle indicazioni della Commissione Europea ha fatto dell'Italia il fanalino di coda dell'Unione, allora è evidente che bisogna andar in direzione ostinata e contraria: se con le tasse e l'austerità non siamo riusciti a ridurre il nominatore del rapporto "debito pubblico/prodotto interno lordo" (anzi il debito è solo aumentato) allora proviamo fare largo a misure espansive (sebbene le risorse per le medesime siano scarsissime) per riuscire ad incrementare il denominatore (il prodotto interno lordo). Ma c'è un elemento che il governo non aveva previsto...***

Il saldo di bilancio primario dei conti pubblici italiani, con l'eccezione del 2009 (l'arrivo della crisi globale), è stato in attivo per oltre 20 anni. Ciò significa che i governi hanno tassato gli italiani più di quanto hanno speso per consumi e investimenti. Ciò nonostante la

spesa per interessi ha fatto crescere il debito.

## **LA FORMULA DELL'EQUILIBRIO**

È formula nota agli studiosi di economia quella che esprime l'avanzo primario dei conti pubblici italiani come il rapporto (B come "balance") tra il debito e il prodotto interno lordo (PIL) ragguagliato alla crescita marginale dell'economia al lordo dell'inflazione:



Nella nota di aggiornamento al DEF il rapporto Debito/Pil (D) nel 2018 è 130.9%. Il tasso di crescita nominale del PIL nel 2019 è previsto al 3,1% (di cui 1,5% dovuta all'inflazione e 1,6% alla crescita del prodotto). Quindi  $B=130,9*0,031/(1+0,031)=3,93\%$ . Il 3,93% è molto maggiore del deficit fissato al 2,4%. Se anche la crescita reale del PIL dovesse scendere fino all'1% (considerata troppo bassa anche dalla "troika" delle istituzioni internazionali BCE, FMI e Commissione UE) e l'inflazione andasse all'1,6%, B sarebbe uguale a 2,7%, comunque ancora superiore al 2,4% e sufficiente a far scendere il Debito.



## **COSTI CERTI E RITORNI INCERTI, COLPA DELL'INESPERIENZA**

Ovviamente, come è già successo con Donald Trump in America, la manovra espansiva può lasciare molti dubbi a causa del suo costo certo e del suo ritorno incerto. Il dibattito su dove agire per stimolare la crescita inoltre è causa di infinite discussioni e critiche. Ma -di massima- l'alternativa a tale scelta sembra pura fantasia.

Ci sono a dire il vero due importanti questioni che animano -correttamente- le critiche alla manovra: la prima è che non è stata annunciata e illustrata in modo intelligente, ma piuttosto è stata recepita da tutti i commentatori come uno schiaffo all'attuale classe dirigente della Commissione Europea. Il ministro Giovanni Tria in questo si è visto sorpassato in curva dai due vicepresidenti del consiglio, che ne hanno fatto una bandiera politica, probabilmente sbagliando. La seconda è la stima dell'inflazione prospettica, nonché quella della crescita attesa. Se le stime degli effetti della manovra risulteranno pesantemente errate, allora indubbiamente il debito pubblico italiano crescerà. Come peraltro è sempre successo fino ad oggi all'Italia dei governi precedenti e a quasi tutti gli altri stati membri dell'Unione. Ma a differenza di molti altri stati europei gli italiani sono grandi risparmiatori:



## ***IL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA***

Possiamo perciò concludere che questi dubbi giustificano da soli gli allarmi circa l'insostenibilità del nostro debito pubblico? Probabilmente no. Per fare un esempio pratico, il Giappone convive da decenni con un debito pubblico pari a e volte e mezzo il prodotto interno lordo e, dopo anni di stagnazione, è arrivato Shinzo Abe con le sue politiche fiscali fortemente espansive riuscendo a far invertire rotta all'economia. Se vogliamo giocare a cercare le differenze, quella unica vera e sostanziale è l'autonomia monetaria del Giappone, che a noi manca. Se la Banca Centrale Europea adotterà una politica monetaria restrittiva indubbiamente avremo un problema in più nel rifinanziamento dei bond pubblici in scadenza e la mancanza di liquidità disponibile per gli operatori economici potrebbe compromettere seriamente le prospettive di crescita del Bel Paese.

La vera questione delle questioni sembra dunque risiedere nelle prospettive di permanenza dell'Italia nell'Unione (politica e monetaria) Europea. Secondo la JP MORGAN il verso rischio dell'Italexit è nullo e pertanto gli allarmi delle Agenzie di Rating sono fasulli e la salita dei rendimenti dei titoli italiani è un buon affare per chi ci investe adesso. Sarei pronto anch'io a scommetterci, anche perché sono in arrivo le elezioni europee e il clima politico può cambiare parecchio, ma c'è un altro fattore che scompiglia le possibili previsioni: il profondo cambiamento delle prospettive dei mercati finanziari a livello internazionale.

## ***IL FATTORE ESOGENO: I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI***

I mercati sono indubbiamente divenuti più nervosi negli ultimi giorni, e gli effetti di sono visti platealmente: Le borse valori sono scese parecchio e i titoli a reddito fisso incorporano rendimenti superiori, per la prima volta anche a quelli tipici dell'investimento azionario (che si situano storicamente sotto al 3%). La curva dei rendimenti americana si è del tutto appiattita e sono per questo motivo partite le speculazioni sul momento in cui la Federal Reserve americana riuscirà a innescare l'ennesima recessione a causa dell'atteggiamento troppo duro nei confronti dei tassi di interesse (oggetto del mio articolo: [\*“SE I TASSI AMERICANI MINACCIANO I MERCATI FINANZIARI”\*](#))

È chiaro che se la tendenza attuale dovesse proseguire la manovra economica italiana rimarrebbe spiazzata dal deflusso di capitali verso l'area dollaro e verso una minore propensione al rischio da parte degli investitori. Ci vuole dunque un po' di “fattore C” nella

ricetta della coalizione giallo-verde. E per adesso non se ne è visto...

**Stefano di Tommaso**

---

# LA MANOVRA ITALIANA, LE POSSIBILI REAZIONI EUROPEE E LO SCENARIO GLOBALE



***Al di là di ogni polemica politica, partitica o finanziaria, al di là di ogni commento sulle posizioni assunte da questo o quell'intellettuale sulla qualità o sulla sostanza della manovra preconizzata dal nuovo governo giallo-verde italiano (ha 4 mesi di anzianità), persino al di là di ogni considerazione sul deficit che essa genera, non posso non affermare il mio grande interesse, sull'attenzione che essa ha generato nell'opinione pubblica -interna e internazionale- per vari motivi.***

## **UNO SCOSSONE POSITIVO**

Erano anni che l'opinione pubblica italiana non tornava a dibattere di cose serie, quali gli stimoli alla crescita economica, gli investimenti infrastrutturali, la competitività delle aliquote fiscali per le imprese, gli incentivi all'occupazione e la congruità delle normative imposte dagli euro-burocrati ai singoli Stati membri: finalmente si è acceso un dibattito che diverge sostanzialmente dalla demagogia di quelli che lo hanno preceduto e che fa sperare che si avvii un dialogo -anche a livello europeo- sulle ricadute di medio termine delle politiche fiscali e monetarie che oggi vengono ipotizzate. Non accadeva da anni e nessuno

osava mettere in discussione una serie di “follie” che Bruxelles propagandava a vantaggio dei soliti noti (Germania e Francia).

Erano anni insomma che non ci si chiedeva quali manovre potranno sortire il migliore effetto sulla crescita economica del Paese posto che è finalmente chiaro a tutti che è soltanto quest’ultima che potrebbe salvare l’Italia dal baratro dell’insostenibilità del proprio debito pubblico. A prescindere dunque dal deficit di bilancio (che in qualche modo nel frattempo va certamente finanziato) la vera domanda che conta è tornata centrale: il rapporto tra debito e prodotto interno lordo (PIL) scende o sale? E perché scenda è finalmente chiaro a tutti che è il PIL che deve crescere, visto che il debito non scende da solo.

### ***LA VERA NOVITÀ: STOP AL FISCAL COMPACT***

Il nuovo governo sembra aver avviato un confronto con il Paese e con il resto del mondo sulle priorità del quadro programmatico e sulla qualità della spesa del denaro pubblico, dando precedenza a queste scelte piuttosto che al contenimento “a priori” del deficit, senza badare a cambiare l’indirizzo della spesa pubblica e la reale validità delle politiche economiche del passato (errate quasi per definizione, visti gli scarsi risultati). La vera novità sta dunque nell’intenzione di lasciare indietro il Fiscal compact e l’obbligo di tendere al pareggio di bilancio dando uno scossone alla filosofia di austerità fino ad oggi prevalente nella Commissione Europea, auspicandone chiaramente una diversa e più orientata a politiche fiscali espansive in vista delle prossime elezioni europee.

La scommessa della maggioranza che ci governa è perciò quella “trumpiana” che ha portato l’America ai risultati che vediamo: abbassare le tasse e aumentare la qualità della spesa pubblica (soprattutto investimenti in infrastrutture e occupazione) per generare crescita economica e far tornare la fiducia negli operatori economici. E visto che per perseguirla bisognava avere il coraggio di fare deficit e scontrarsi con la Commissione Europea, questo governo ha prestato il fianco a critiche e perplessità di ogni genere, qualcuna nemmeno a torto.

### ***LE CRITICHE MOSSE AL GOVERNO***

Le critiche mosse al momento della pubblicazione del DEF da più parti sono consistite infatti principalmente nell’incapacità di comunicare per tempo e correttamente la portata e la credibilità dell’iniziativa (anche questa comprovata dai fatti: i mercati hanno reagito male) nonché l’oggettività del miglioramento della qualità della spesa. Altri ancora hanno correttamente notato che questa manovra prevede inoltre troppi pochi tagli alla spesa pubblica improduttiva e ai carrozzoni di Stato, riconcorrendo una crescita che non è

matematicamente certo potrà generarsi.

In effetti occorre notare che il “mainstream” ha alimentato l’idea errata che il DEF fosse stato pensato in tutt’altro modo dai ministri tecnici del governo e poi “ribaltato” all’ultimo momento dai due leader politici che ricoprono il ruolo di vice-premier: niente di più ingiusto. È stata casomai la misura del deficit che ne derivava che ha visto disallineati i primi dai secondi (per soli 7 miliardi di euro contro i quasi mille di spesa).

### ***UN PRECISO CALCOLO POLITICO***

I vicepremier hanno sì inteso dare una spallata vera e propria all’accordo europeo che va sotto il nome di fiscal compact, ma per un preciso calcolo politico: la stessa vittoria giallo-verde è stata originata dal rigetto della maggioranza degli Italiani verso le direttive comunitarie e i politici corrotti che le hanno irragionevolmente applicate, colpevoli di aver ottenuto benefici nel fare invadere il territorio da migranti più o meno clandestini disposti a tutto e di aver scavato con eccesso di spesa clientelare e tassazione la fossa nella quale è caduto il Paese.



Inoltre Salvini e Di Maio hanno capito che la loro pressione sulle istituzioni europee le spinge alla disfatta: se chiuderanno gli occhi verso il mancato ossequio al “fiscal compact” perderanno credibilità e lasceranno che molti altri paesi, Francia e Spagna in testa, facciano lo stesso (anzi lo stanno già facendo). Se faranno il contrario come potranno giustificare il resto d’Europa? E come potranno sperare di essere confermate al governo europeo tra pochi mesi fronte all’impopolarità di cui si macchierebbero? La risposta corretta potrebbe consistere in una serie di misure atte a finanziare a livello europeo gli investimenti infrastrutturali più importanti, magari con l’ausilio della Banca Centrale Europea (BCE) che potrebbe inoltre prolungare l’ombrello del Quantitative Easing (QE) oltre la fine dell’anno corrente, quantomeno fino a dopo le elezioni europee. Ma se così non accadesse e alle prossime elezioni non cambiasse nulla (cosa improbabile di per sé) Di Maio e Salvini godrebbero allora di un ampio appoggio popolare nel decidere l’uscita dell’Italia dalla “gabbia” europea, e forse non ne avrebbero nemmeno tutti i torti.

### ***LA MINACCIA DELLO SPREAD***



La minaccia dello Spread è perciò questa volta molto meno pesante di quanto lo è stata con Berlusconi (che non disponeva di una maggioranza assoluta) e di quanto è accaduto in Grecia, la cui economia è dieci volte più piccola dell’Italia. L’esito della crisi greca è inoltre

poco d'esempio: dopo che la "Troika" (costituita dai rappresentanti della Commissione europea, della Banca centrale europea e del Fondo monetario internazionale.) è intervenuta, le condizioni materiali del popolo non sono migliorate, le principali infrastrutture sono finite nelle mani di tedeschi e francesi e il debito pubblico si è accresciuto fino al 170% del PIL (dal 140% dei tempi della crisi). La manovra sarebbe difficilmente replicabile senza che l'Italia, con una forte maggioranza popolare, decidesse prima di uscire dall'Euro.

## **LA PAROLA AI MERCATI**

Ecco dunque che la parola torna ai mercati (cioè alle manovre della grande finanza), x perché difficilmente il dibattito europeo avrà esiti consistenti prima delle elezioni. Riusciranno i mercati a piegare il Bel Paese e ne avrebbero davvero un beneficio? È possibile, anzi è probabile, che la risposta a entrambe le questioni sia negativa, principalmente a causa del fatto che i mercati sono già agitati per altri motivi: i tassi internazionali salgono (forse in misura eccessiva) e al tempo stesso il Dollaro si rafforza troppo sulle alte valute, anche perché i tassi americani continuano ad espandersi nei confronti di quelli europei (**nel grafico qui sopra riportato lo spread Treasury-Bund a 10 anni**). Una crisi italiana potrebbe innescare una globale e un Euro troppo debole non piacerebbe agli Stati Uniti ma nemmeno a Russi e Cinesi.

Se dunque la BCE proseguisse nelle sue facilitazioni monetarie e con questo contribuisse ad ampliare il divario tra i tassi europei e quelli americani essa probabilmente farebbe un gran favore persino all'America, fornendole una scusa sensata per forzare una limatura del l'atteggiamento da falco della Federal Reserve. Il rischio ovviamente sarebbe quello di possibili fiammate d'inflazione a livello globale, che tuttavia sono relativamente improbabili stante l'aspettativa generale di una moderata crescita della domanda aggregata per consumi (con l'eccezione americana che però potrebbe aver già toccato il suo picco).

## **C'È SPAZIO PER L'OTTIMISMO**



Se il petrolio non sfonderà i 100 dollari al barile (anche questo è al momento non ipotizzabile) e il biglietto verde non si avvicinerà alla parità con l'Euro ecco che la situazione rimarrebbe sotto controllo e anzi la prospettata frenata economica europea potrebbe trasformarsi in una ripresa positiva del ciclo. Ma se così non fosse anche le borse traballerebbero molto più di quanto stanno facendo oggi, perché la fine degli stimoli monetari globali, se può risultare appropriata in un'America la cui economia corre al 4% annuo e ha quasi raggiunto la piena occupazione, rischia invece di risultare assolutamente prematura in Europa o assolutamente controindicata in India e Cina.

Dunque c'è spazio per un po' di ottimismo, per molta diplomazia e per tanta pazienza: nei prossimi mesi potrebbe non succedere assolutamente nulla e ciò, di per se, per i mercati sarebbe già un'ottima notizia...

***Stefano di Tommaso***