

## **Volatilità estiva, di riflessione**

*Le previsioni del Fondo monetario internazionale di aprile partono dalla ferma constatazione di un'economia mondiale solida, poiché la crescita è globalmente condivisa. Ma l'ottimismo, in filigrana, è basato sulla facilità con la quale si è diffusa la capacità d'indebitamento delle singole economie, sia dei paesi avanzati, sia di quelli in via di sviluppo. L'accumulo di debiti non spaventa se la crescita rimane ad alti livelli e le banche centrali riescono a pilotare il rientro dalle colossali facilitazioni monetarie. Gli Stati Uniti, con la riforma fiscale, stanno prolungando la loro crescita, ma non hanno intenzione di dividerla. Vogliono dazi doganali per evitare che i vantaggi concessi alle loro aziende vadano a beneficio di paesi votati all'export, in particolare alla Cina e alla Germania. L'Unione europea subisce le politiche di Trump e parallelamente è attraversata da gravi problemi interni. L'Italia preoccupa i mercati. Il ritardo economico del paese trova la ragion d'essere nell'indebitamento pregresso e nell'incapacità di finanziare le trasformazioni della globalizzazione, viste*

*le maglie strette dell'euro, che il nuovo governo vorrebbe allargare. La Germania, che ha saputo approfittare dei vantaggi di una, per lei, debole valuta, avrà sempre più bisogno del mercato e della solidarietà europea. Ci sono margini importanti di compromesso per un'Europa che da poco ha ripreso il percorso di crescita. La Cina ha ormai una forza intrinseca che le permetterà di negoziare con gli Stati Uniti. L'estate è pericolosa per i mercati. I rischi resteranno contenuti finché i mercati non si convincono che l'indebitamento globale può distruggere la crescita globale. La volatilità estiva rappresenterà una fase di riflessione, visto il supporto delle banche centrali, chiamate ad equilibrare i costi dell'introduzione di dazi doganali.*

### **L'ottimismo del Fondo Monetario Internazionale**

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel suo ultimo *World Economic Outlook* di aprile<sup>1</sup> non ha molti dubbi: le economie

1 *World Economic Outlook, Cyclical Upswing, Structural Change*, April 2018, International Monetary Fund.

avanzate continueranno ad espandersi al di sopra dei loro potenziali tassi di crescita quest'anno ed il prossimo, poi decelleranno, mentre i mercati emergenti e le economie in via di sviluppo cresceranno ancora, prima di stabilizzarsi. Ma per molti paesi gli attuali positivi tassi di crescita non dureranno. I politici dovrebbero quindi approfittare delle condizioni ancora favorevoli per, come spesso ha detto la direttrice Christine Lagarde, *“riparare il tetto quando c'è il sole”*, cioè creare le condizioni affinché ci siano adeguati sostegni alla crescita, rendendola più durabile, e preparare i governi a meglio contrastare la prossima recessione.

Secondo gli analisti del FMI, la crescita globale dovrebbe attestarsi attorno al 3,9% quest'anno ed il prossimo, migliorando quindi sostanzialmente le previsioni di ottobre 2017. A trascinarla è l'accelerazione in atto nell'Euroarea, in Giappone, in Cina e negli Stati Uniti, le cui economie si sono espanse più del previsto l'anno scorso, come pure i paesi esportatori di materie prime. Assieme alla Cina, diversi altri paesi emergenti ed in via di sviluppo avranno migliori performance quest'anno rispetto alle

passate previsioni del FMI. Questo gruppo include Brasile, Messico e l'Europa emergente. *“Una crescita così ampia e forte – si legge nel rapporto – non si vedeva dal 2010, quando presero corpo le misure per contrastare la crisi finanziaria del 2008/2009. L'espansione sincronizzata contribuirà a dissipare alcune eredità residue della crisi, accelerando l'uscita dalle politiche monetarie non convenzionali nelle economie avanzate, incoraggiando gli investimenti, guarendo le cicatrici del mondo del lavoro”*.<sup>2</sup>

### **I dubbi**

Ma su questo roseo scenario si addensano dubbi che i mercati iniziano ad esprimere, non attraverso chiare prese di coscienza, ma manifestando il disagio con la volatilità. Proprio mentre veniva presentato il *Global Economic Outlook 2018* del FMI, Vitor Gaspar, direttore del Dipartimento affari fiscali, firmava, assieme alla sua collaboratrice Laura Jaramillo, un blog<sup>3</sup> nel quale metteva l'accento sull'accumulo del debito globale

---

<sup>2</sup> Ibi, p. xiv.

<sup>3</sup> Vitor Gaspar, Laura Jaramillo, *Bringing Down High Debt*, IMF Blog Insights Analysis on Economics & Finance, 18th April 2018.

che, nel 2016, ha toccato un nuovo record: 164 mila miliardi di dollari, che equivale al 225% del PIL mondiale. Questo stratosferico rapporto riguarda per il 63% il settore privato non finanziario e per il 37% quello del debito pubblico. Le economie avanzate sono responsabili della fetta preponderante dell'aumento del debito accumulato. Ciononostante, negli ultimi dieci anni, il contributo delle economie emergenti è stato preponderante: la Cina da sola ha provocato il 43% dell'aumento del debito globale dal 2007. Nelle economie avanzate il debito pubblico gioca un ruolo importante nel generale aumento dell'indebitamento, toccando in media il 105% nel rapporto debito/PIL, superando da ormai cinque anni la soglia del 100%, con livelli che non si vedevano dalla Seconda guerra mondiale. Mentre per i paesi emergenti il debito pubblico è ai livelli della crisi del debito degli anni '80 (attorno al 50% nel 2017).<sup>4</sup> Alla base delle dinamiche del debito ci sono i deficit primari, che sono al massimo da decenni nel caso dei mercati emergenti e delle economie in via di sviluppo. Ma anche

nelle economie avanzate si sono registrati pochi miglioramenti nei saldi primari.

Secondo le analisi di sostenibilità del FMI, un gran numero di paesi ha attualmente un elevato rapporto debito/PIL. Nel 2017, oltre un terzo delle economie avanzate aveva debiti superiori all'85% del PIL: rispetto al 2000 sono triplicati i paesi al di sopra di questo rapporto. Un quinto dei paesi in via di sviluppo a basso reddito ha ora un debito superiore al 60% del PIL, mentre praticamente non ne aveva nel 2012. I rapporti di debito sono considerevolmente più alti quando si includono le passività implicite legate alla spesa pensionistica e sanitaria: il rapporto medio debito/PIL raddoppia al 204% tra le economie avanzate, 112% tra quelle emergenti e 80% tra i paesi in via di sviluppo a basso reddito. I debiti in generale e quelli pubblici in particolare sono l'incognita rimossa delle conquiste del nuovo millennio, poiché sono l'espressione più sfuggente e fluida della globalizzazione.

### ***Globalizzazione dei debiti***

La globalizzazione che si muove dalla caduta del Muro di Berlino nel 1989, si è

---

<sup>4</sup> Fiscal Monitor, *Capitalizing on Good Times*, International Monetary Fund, April 2018, p 1.

espressa attraverso il commercio internazionale e la finanza, capace di spostare flussi monetari impressionanti grazie anche al turbo della tecnologia e della digitalizzazione. Ma, forse il vero motore del fenomeno planetario è la globalizzazione della capacità d'indebitarsi. Nelle economie avanzate si ricorre al debito per aiutare la classe media che continua a perdere potere d'acquisto, minacciata dalla tecnologia e dalla delocalizzazione dei posti di lavoro. In quelle emergenti, grazie all'apertura dei mercati, si è creata, o comunque si sta sviluppando, una classe media (asse portante delle economie basate sul consumo), che ora esprime esigenze che sempre meno riescono ad essere soddisfatte attraverso il risparmio privato. In entrambe le economie il ricorso all'indebitamento è lo strumento principe per affrontare l'adattamento ai poderosi squilibri della globalizzazione. La sincronizzazione planetaria della crescita economica è tale grazie al ricorso al debito. Si potrebbe essere tentati di affermare che, visto che il fenomeno tocca più o meno tutti, i rischi impliciti sono limitati. Ma i nodi vengono sempre al pettine. Secondo il consigliere

economico del FMI, Maurice Obstfeld, *“i rischi per il sistema sono abbastanza equilibrati per i prossimi trimestri, vista la possibilità di una crescita più vivace delle previsioni, che bilancia le contingenze sfavorevoli. Ma con il passare del tempo aumenta la probabilità di cambiamenti negativi nelle previsioni”*.<sup>5</sup>

### **Il senso del turbo-indebitamento**

Il ricorso all'indebitamento non è solo stato il turbo della globalizzazione, ma anche il motore dell'intera trasformazione strutturale dei processi produttivi e distributivi dell'economia mondiale, provocati da un ciclo storico di riduzione dei tassi d'interesse, parallelo all'emergere – con epicentro il paese vincitore della Guerra fredda – della tecnologia dell'informazione, che sta trasformando il mondo. L'apertura dei mercati negli anni '90, avvenuta grazie al dominio incontrastato degli Stati Uniti, ha abbassato i costi di produzione delle merci, attraverso la delocalizzazione della produzione, che ha approfittato del ciclo

---

<sup>5</sup> World Economic Outlook, *Cyclical Upswing, Structural Change*, April 2018, International Monetary Fund, p. xv.

demografico fortemente espansivo dei nuovi paesi emergenti, soprattutto in Asia, quindi in Cina e in India. Le economie avanzate hanno beneficiato della disponibilità di beni a minor costo, ma hanno dovuto rivolgersi all'indebitamento per mantenere il livello di vita dei loro cittadini. Questi hanno visto erodersi il loro potere d'acquisto. Le conseguenze di questo fenomeno si manifestano anche a livello demografico con il calo della natalità: i figli costano e la contrazione del potere d'acquisto non incentiva le nascite.

Gli squilibri che si sono creati hanno causato nel 2007/2008 la prima grande crisi finanziaria del dopoguerra, che ha rivelato le inadeguatezze strutturali del dopo Guerra fredda basate sul turbo-indebitamento. Nell'urgenza, il fenomeno storico di tassi d'interesse in ribasso è stato amplificato; questi, in alcuni casi, sono addirittura diventati negativi. Le banche centrali delle economie avanzate, con a capo la Federal Reserve, con le loro politiche monetarie straordinarie, *Quantitative Easing* (QE), hanno inondato il mondo di liquidità liberando il sistema finanziario del debito in eccesso o comunque, mettendolo nella condizione di poterlo sostenere. Mentre le economie

emergenti, con al centro la Cina, hanno approfittato dell'ulteriore manna finanziaria per sviluppare il loro mercato interno. Una sorta di coordinazione fra banche centrali ha permesso di superare i momenti più difficili permettendo, anche in una fase acuta della crisi del sistema finanziario mondiale, la continuazione della trasformazione numerica, informatica. Ma la domanda ora è, quanto è possibile continuare ancora il percorso di continuo indebitamento favorito da tassi estremamente bassi, che possono provocare bolle finanziarie e cattive allocazione delle risorse? Può la crescita mondiale continuare senza il ricorso al turbo-indebitamento? La tecnologia è in grado di provocare un aumento della produttività tale da far fronte alla diminuzione delle facilitazioni monetarie?

### ***Il motore della crescita***

Il FMI non si pone direttamente queste domande. Nel suo ultimo rapporto lascia solo intravedere qualche incertezza di lungo termine. Ma nel breve ha rivisto le sue precedenti previsioni di crescita per il 2018-2019, anche considerando l'effetto

della riforma fiscale di Trump sull'economia mondiale: per le economie avanzate prevede una crescita del 2,5% nel 2018 e del 2,2% nel 2019 (migliorando rispettivamente di +0,4% e +0,5% rispetto all'Outlook di ottobre 2017). Dagli Stati Uniti partono in effetti strategie di crescita che riflettono l'importante attività economica del 2017, la forte domanda esterna e l'atteso macroeconomico impatto della riforma fiscale di dicembre 2017: tasse societarie basse e la temporanea indennità per spese d'investimento, che è prevista per stimolare l'attività a breve termine. Le aspettative di crescita salgono quindi dal 2,3% del 2017 al 2,9% nel 2018, prima di flettere al 2,7% nel 2019 (0,6% e 0,8% meglio delle proiezioni per il 2018 e il 2019 dell'Outlook di ottobre 2017). La revisione riflette anche la maggiore spesa pubblica a seguito dell'accordo bipartisan sul budget di febbraio 2018. Questo permetterà di aggiungere crescita fino al 2020, di modo che il PIL reale americano aumenterebbe dell'1,2% per effetto del cambiamento fiscale. Il FMI intravede pericoli solo dopo il 2022, quando si farà necessario riaggiustare il deficit fiscale. Ma per quest'anno e per il 2019 la

partecipazione alla crescita mondiale è generale. L'area euro contribuirà con un tasso del 2,4% quest'anno e del 2% nel 2019, grazie alla domanda interna, al supporto della politica monetaria e alla crescita attesa dalla domanda estera. Poi, la bassa produttività confrontata con modesti sforzi di riforma e una demografia sfavorevole impediranno, a medio termine, una crescita superiore all'1,4%. In Giappone, invece, già nel 2018 la crescita fletterà all'1,27%, dopo essere salita al di sopra della sua media l'anno scorso (1,7%) e ridursi allo 0,9% nel 2019. Comunque, nel medio termine, le prospettive del Giappone restano deboli, a causa dei limiti della sua forza lavoro.

Le aree Giappone ed Europa hanno bisogno di motori esterni, non avendo la forza propulsiva interna per riformarsi. Discorso diverso per i paesi emergenti, che cresceranno dal 4,8% nel 2017 al 4,9% quest'anno, al 5,1% nel 2019, per poi stabilizzarsi attorno al 5%. Mentre l'Asia emergente crescerà attorno al 6,5% durante il 2018-2019, restando il più importante motore di crescita del globo. L'India dovrebbe crescere dal 6,7% del 2017 al 7,4% quest'anno e al 7,8% nel



2019. Ma al centro delle nuove dinamiche di sviluppo c'è la Cina, il cui tasso d'espansione diminuirà leggermente dal 6,9% dell'anno scorso, al 6,6% quest'anno e al 6,4% nel 2019, restando quindi a livelli molto alti.

### ***Lo sconto-incontro crescita-debiti-monete***

Tutto l'ottimismo del FMI, che sostiene i mercati anche nei momenti più difficili, è basato sulla potenza della crescita, che potrebbe essere interpretata come l'espressione prima del turbo-indebitamento. Il legame debiti-crescita, solo parzialmente esplorato nelle sue intrinseche consistenze, sarà al centro delle analisi degli operatori economici nei prossimi mesi. Vista l'importanza dell'indebitamento, la persistenza della crescita dovrà fare i conti con l'inflazione e i tassi d'interesse, poiché questi pilotano la capacità delle banche centrali di mantenere, o prolungare, le estreme facilitazioni monetarie.

L'inflazione, malgrado le potenti iniezioni monetarie a livello mondiale, continua a restare su livelli anomali. Gli Stati Uniti hanno aperto il percorso del rialzo dei tassi poiché hanno la disoccupazione ai

minimi storici (3,9%) e l'inflazione attorno al 2,5%. Ma per normalizzare veramente la politica monetaria essi devono poter contare su una crescita forte, altrimenti il rialzo dei tassi potrebbe riportarli in recessione. Dalla Grande crisi del 2007-2008 la coordinazione fra banche centrali, sotto la regia della FED, è riuscita ad immettere sui mercati finanziari una massa di liquidità enorme che, dal 2017, contagia la crescita sincronizzata dell'economia mondiale. Ma ora, gli Stati Uniti di Trump, con l'"America First", sembrano aver deciso di pilotare le loro politiche di normalizzazione monetaria utilizzando la leva fiscale, anche se sono molto avanti nel ciclo economico e hanno un livello d'indebitamento enorme. L'intento di Trump è quello di non condividere con il mondo il surplus di crescita che la riforma fiscale vuole regalare agli Stati Uniti. Il ciclo espansivo attuale, iniziato dopo la recessione del 2009, è il più lento che si sia mai visto dopo la seconda Guerra mondiale, anche se è uno dei più lunghi della storia. Il PIL reale è solo il 13% più elevato rispetto ai livelli del 2007. Dal 2010 l'occupazione è aumentata del 12%, ma i salari appena del 4%.

Oltre alla riforma fiscale, Trump ha deciso di attaccare il commercio internazionale e la delocalizzazione della produzione in Messico e Asia, pretendendo di correggere i deficit della bilancia dei pagamenti, anche attraverso l'introduzione di dazi doganali: ha confermato tassi del 10% sull'import d'alluminio e del 25% sull'acciaio, moltiplicando ogni giorno le minacce. Tutto ciò che può indebolire la crescita americana è preso di petto. Le restrizioni al sistema finanziario volute da Obama (la legge bancaria Dodd-Frank) hanno creato ostacoli alla ripresa e quindi vanno allentate. Che importa se in passato è stata proprio la selvaggia attività finanziaria a creare la bolla dei *subprime* e che dal 2009 il credito al consumo è aumentato di 1'200 miliardi (dati FED). La priorità è "America First", riportando liquidità e posti di lavoro in patria. Anche Jerome Powell, il nuovo presidente della FED, sembra in parte assecondare i disegni del capo della prima potenza mondiale: i rialzi dei tassi continueranno perché la crescita, con questi presupposti, continuerà ad esserci, ma restando comunque dietro la curva, tollerando un livello d'inflazione maggiore

del 2% mondialmente condiviso. Gli Stati Uniti saranno poco attenti agli interessi dell'economia globalizzata. Vogliono correggere gli squilibri commerciali mondiali in fretta e a qualsiasi costo, anche mettendo in pericolo i sistemi multilaterali di negoziazione attraverso l'utilizzo dei vetusti dazi doganali.

Non a caso, recentemente, Powell, a Zurigo, ha affermato che *"mentre i fattori globali giocano un ruolo importante nell'influenzare le condizioni domestiche, il ruolo della politica monetaria degli Stati Uniti è spesso esagerato"*.<sup>6</sup> I flussi monetari vanno là dove trovano differenziali di crescita relativi migliori. Per Powell l'esempio migliore lo danno i paesi emergenti verso i quali i *"flussi finanziari sono aumentati dopo la crisi, in linea con l'ampliamento del differenziale di crescita, mentre la frenata di questi ultimi dopo il 2011 coincide con il restringimento dei differenziali"*.<sup>7</sup>

Gli Stati Uniti stanno quindi concentrando su loro stessi tutte le capacità di crescita possibili creando condizioni a loro

---

<sup>6</sup> Jerome H. Powell, *Monetary Policy Influences on Global Financial Conditions and International Capital flows*, Zurigo, 8 maggio 2018.

<sup>7</sup> *Ibidem*.



assolutamente favorevoli. I pericoli matureranno nel tempo. Il primo scoglio saranno le elezioni di Mid-term per il Senato. Man mano che ci si avvicinerà a quest'appuntamento, i mercati elaboreranno i loro pronostici. Se le prospettive di Trump dovessero indebolirsi, creando condizioni d'ingovernabilità al Senato, il dollaro ne risentirebbe, poiché i flussi verso gli Stati Uniti potrebbero rientrare e scoprire la pericolosa intelaiatura del turbo-indebitamento, dell'inflazione che sale e delle politiche monetarie in fase di rientro. Ma per ora gli Stati Uniti restano al centro dei grandi movimenti finanziari.

### **La Germania e le fragilità dell'euro**

La situazione è più delicata nel Vecchio Continente, come hanno rivelato le elezioni politiche italiane, che tanto interesse hanno suscitato nei media americani. Qui, le difficoltà delle grandi trasformazioni dell'economia mondiale non trovano un quadro politico comunitario capace di affrontarle. Gigante economico con quasi 450 milioni di consumatori, l'Unione europea non riesce ad esprimere la forza politica necessaria per partecipare in maniera significativa

alla *governance* mondiale. Ha compiuto, negli anni '90, dopo la caduta del Muro di Berlino, passi enormi per integrarsi, pressata dal nuovo mondo globalizzato. È riuscita a dotarsi di una moneta unica, l'euro, che potenzialmente potrebbe fungere da contraltare allo spericolato dollaro. Ma con il passare del tempo alcune debolezze strutturali sono emerse e ora mostrano tutti i loro limiti. Innanzitutto la storia insegna che l'Unione europea difficilmente riesce a compiere passi avanti senza il sostegno degli Stati Uniti. E Trump sembra non considerare la regione d'interesse strategico, concentrandosi sull'Asia. Inoltre l'euro, per gli Stati Uniti, paese fortemente indebitato, è un concorrente sui mercati del credito.

L'euro in quanto tale porta inoltre con sé alcuni difetti di costruzione che stridono con l'evoluzione finanziaria degli ultimi decenni. Nel 1989 la nuova valuta, da strumento d'integrazione del grande mercato europeo in costruzione, si è trasformata nel mezzo per tenere la Grande Germania riunificata ben ancorata all'Unione europea. Ai tedeschi si è chiesto di rinunciare alla loro moneta, ma in cambio hanno ottenuto che l'euro

fosse una valuta simile al marco, strumento di contrasto all'inflazione. Gli altri paesi fondatori accettarono convinti che ciò li avrebbe rafforzati.

In realtà quella decisione, avvenuta con la fine della guerra fredda, ha coinciso con la grande apertura dei mercati. Gli imprenditori hanno approfittato del nuovo contesto per delocalizzare la produzione là dove i costi erano più bassi, quindi nell'Europa dell'Est e in Asia (Cina). Quest'evoluzione si è rivelata essere intrinsecamente deflattiva, mentre la Banca Centrale Europea implementava tutti gli strumenti necessari per combattere l'inflazione.

Il terzo elemento di fragilità dell'Unione europea è correlato agli sforzi di ricostruzione della Germania dell'Est. Dopo il 1989 non ci fu un aiuto comunitario per finanziare l'assorbimento dei nuovi Länder. I tedeschi si arrangiarono da soli. Per riuscire nella "missione nazionale" hanno fatto ricorso all'indebitamento, provocando l'aumento dei tassi in Europa (quindi, indirettamente, chiamando alla cassa anche i partner europei), ma maturando l'idea della forza intrinseca tedesca. Molte

misure furono adottate per rendere l'economia competitiva, visto l'obiettivo primario di far fronte ai costi della riunificazione. L'impatto sociale della ristrutturazione fu importante. L'*Agenda 2010* di Gerhard Schröder ebbe un costo sociale notevole erodendo l'elettorato della SPD, ma rendendo il sistema produttivo tedesco molto competitivo. La Germania approfittò poi della manna dei tassi d'interesse eccessivamente bassi, per la sua capacità produttiva, per diventare leader incontrastato sul Vecchio Continente e primo paese al mondo nell'export, battendo anche la Cina.

L'austerità sociale, motivata inizialmente dalla ferma volontà di riunire la famiglia tedesca, ha permesso alla Grande Germania di continuare il suo percorso di crescita e di imporre agli altri le sue ricette di rigore. Ma i benefici delle circostanze che hanno accolto la nascita dell'euro in Germania, iniziano a scricchiolare. Il paese è restato indietro sul piano delle infrastrutture e su quello della distribuzione della ricchezza interna, dove un fronte di scontenti alimenta le correnti più nazionaliste. Gli squilibri dati dal suo surplus commerciale difficilmente saranno ancora tollerati. Non solo dal

minaccioso Trump. La Germania sarà costretta a rendere più partecipativo il suo ruolo in Europa, ridistribuendo i dividendi dell'euro internamente e fra i partner, perché il suo export, in un mondo che tende a riscrivere la globalizzazione, sarà sempre più contrastato. Le difficoltà che il governo tedesco riscontra ora, approssimandosi al dopo-Merkel, sono forse l'espressione dei cambiamenti strutturali in corso.

### ***L'Italia***

Se un contesto storico favorevole ha colto la Germania preparata, capace di cogliere tutti i vantaggi della moneta comune all'alba di una nuova globalizzazione, l'Italia, fra i grandi paesi dell'Unione europea, è la metafora, non solo europea, ma addirittura mondiale, dell'incapacità di adattarsi al nuovo mondo. Durante la guerra fredda, il paese, nel quale c'era il più importante partito comunista dell'Occidente, è stato al centro degli interessi delle grandi potenze. Mentre il controllo sulla Germania era chiaro, definito e spartito a tavolino, quello dell'Italia, certo legato alla NATO, era anche dipendente da forze sotterranee che hanno fortemente

contribuito allo sviluppo di un'élite politica ideologicamente e materialmente corrotta. Ciò ha permesso agli italiani, durante la guerra fredda, di vivere al di sopra dei propri mezzi, accumulando risparmio, che potevano facilmente sottrarre ai tributi dovuti allo stato, trasferendoli anche all'estero.

In effetti la radice del problema della finanza pubblica italiana sta nell'aver ereditato un debito eccessivamente alto, 132% del PIL, dagli anni '80, senza aver poi registrato crescite significative per due decenni, a causa delle restrizioni date dai parametri dell'euro e dell'incapacità di riformare il sistema produttivo, basato sulla gestione familiare di piccole e medie imprese con la tendenza a selezionare e premiare le persone sulla base della fedeltà più che sul merito. Ma, ad eccezione del 2009, negli ultimi venti anni, il saldo primario (che esclude i pagamenti d'interessi) è stato attivo. Come dice Jean Pisani-Ferry, *"nessun altro paese della zona euro eguaglia queste performance"*<sup>8</sup> Ma, a causa dei debiti pregressi e delle maglie

---

<sup>8</sup> Jean Pisani-Ferry, "Il cambiamento radicale di cui ha bisogno l'Italia", *Project-syndicate.org*, 26 aprile 2018.

strette dell'euro, l'Italia è restata fuori dal turbo-indebitamento mondiale che, nei paesi al traino degli Stati Uniti, ha finanziato il passaggio verso la nuova economia. Il paese ha invece subito i lacci dei debiti del passato, impedendosi di contrarne di nuovi per affrontare le grandi radicali trasformazioni e quindi la crescita. Il PIL reale (aggiustato per l'inflazione) nel 2017 era allo stesso livello del 2003, e il PIL pro capite al livello del 1999. Con un denominatore stagnante è difficile ridurre il rapporto debito/PIL. Jean Pisani-Ferri suggerisce un semplice esercizio mentale per capire il problema dell'Italia: *“Se la Francia avesse seguito la stessa politica del vicino meridionale sin dal lancio dell'euro nel 1999 - ovvero, se avesse registrato, anno dopo anno, gli stessi saldi primari – il suo debito pubblico sarebbe al 45% del PIL, anziché al 97%. La differenza tra i due paesi non è che la Francia sia stata saggia e l'Italia dissoluta. Al contrario. La ragione per cui oggi la Francia ha un debito significativamente più basso è che ha ereditato una posizione di bilancio migliore e sta crescendo più velocemente”*.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> *Ibidem.*

Il nuovo governo italiano ha davanti a sé la possibilità di beneficiare di un contesto privilegiato nell'Unione europea. L'Italia ha bisogno di crescita per sostenere il debito, altrimenti questo diventa matematicamente insostenibile. La Germania ha surplus da investire e la necessità di riquilibrarsi nel mercato europeo, mentre la Francia tenta di arbitrare la trasformazione. Se i nuovi leader Lega/Cinque Stelle sapranno essere fermi, moderando i toni, ma costantemente riaffermando l'appartenenza ad un euro pro/crescita, potrebbero ottenere molto dall'Unione europea e dalla Germania. Se l'attuale governo decidesse l'obbligo di bilanci di sostenibilità (ESG, Environment, Social and Governance), più severi di quelli chiesti dall'Unione europea, applicabili anche alle piccole e medie imprese, darebbe un forte segnale di serietà in una fase in cui c'è ancora qualche margine per beneficiare dell'importante liquidità prodotta dalle banche centrali.

### **Normalizzazione al rallentatore**

Non c'è da meravigliarsi se le due banche centrali più importanti del mondo – la FED e la BCE – condividono la stessa

strategia monetaria: cercare la normalizzazione al rallentatore. Certo rappresentano regioni che si trovano in fasi diverse del ciclo economico e quindi il ritmo degli interventi non può essere lo stesso. Ma ambedue condividono un timore: agire troppo in anticipo rispetto alla crescita economica. Sanno bene che, dopo aver provato l'avventura nei territori inesplorati, quelli dei tassi quasi a zero o negativi e dei *Quantitative Easing* (QE), sono chiamate ad affrontare manovre ancora più spericolate: togliere la droga che ha permesso ai malati di riprendersi, prima che l'eccessiva euforia produca reazioni incontenibili. Ma sono altrettanto preoccupate di non uccidere i malati, non essendo certi che questi abbiano veramente ritrovato la loro forza intrinseca. Quello che si sta vivendo negli Stati Uniti è uno dei cicli di ripresa più lunghi dopo una crisi, ma anche uno dei più lenti. In Europa, invece, un ciclo in ritardo, confrontato con i limiti strutturali posti dall'aver una moneta senza uno Stato, rende gli interventi ancora più incerti, poiché il malato non è chiaramente definito. Il Giappone, che in questi territori monetari passeggia da anni, vorrebbe anche lui limitare i suoi

interventi, ma si rende conto che le trasformazioni strutturali, di un'economia che invecchia, continuano a non avvenire.

Negli Stati Uniti, la lenta sequenza verso la normalizzazione si è iniziata nel dicembre 2015. Da allora, in trenta mesi, i tassi sono passati da zero al tetto del 2%. Parallelamente è diminuito l'attivismo sul mercato finanziario. Il ritorno alla normalità, per la FED, è quindi lento. L'economista Donato Masciandaro, per spiegare quanto la politica monetaria della prima banca centrale del mondo sia tutt'ora espansiva, utilizza, fra gli altri, l'indice di Taylor<sup>10</sup>. Ebbene, scrive Masciandaro, *“la differenza tra i tassi della FED e quelli dell'indice di Taylor era di 182 punti nel dicembre 2015, e oggi è ancora di 140 punti, dopo aver toccato nell'era Yellen anche i 220 punti di differenziale”*.<sup>11</sup> Nella sua ultima conferenza dopo la riunione del FOMC, il 13 giugno, Powell ha esordito

---

10 L'indice di Taylor indica a quale livello dovrebbe essere il tasso di interesse nominale di breve periodo, formulato dall'autorità monetaria, affinché sia pari al tasso di interesse reale di equilibrio, ossia il tasso di interesse reale a cui corrisponde un livello di domanda aggregata di piena occupazione (PIL potenziale).

11 Donato Masciandaro, “Normalizzazione ‘dolce’ per Fed-Bce”, *Il Sole 24 Ore*, 16 giugno 2018.

confermando che *“l’economia va molto bene”*. Per quest’anno la crescita prevista sarà del 2,8%, mentre calerà al 2,4% l’anno prossimo e al 2% nel 2020. Le aspettative d’occupazione e d’inflazione saliranno, ma in maniera contenuta. In realtà, la FED era pronta a vedere a breve il rallentamento, ma poi si è convinta che la politica fiscale darà altri tre anni di tregua. Ed è ciò che pensa anche il mercato obbligazionario negli Stati Uniti. Ecco perché non ci si aspetta un’esplosione dell’inflazione in futuro: un confronto tra i rendimenti dei TIPS (buoni del tesoro indicizzati all’inflazione) a 20 anni e a 30 anni mostra che i tassi d’interesse reali a lungo termine rimangono prossimi ai minimi storici.

Nella riunione del 13 giugno la BCE ha annunciato che diminuirà l’acquisto di obbligazioni a dicembre, mentre li ridurrà a 15 miliardi al mese da ottobre. Ma i tassi resteranno fermi per almeno un altro anno, fino all’estate del 2019. La BCE resterà comunque attiva sul mercato: reinvestirà le somme ottenute con il rimborso dei titoli acquistati *“per un esteso periodo di tempo”* dopo la fine del QE e comunque fin che sarà necessario *“mantenere un elevato livello di*

*accomodamento monetario”*. La BCE ritiene il suo nuovo orientamento comunque *“accomodante”*. I tassi d’interesse nominali della BCE, come prestatore di ultima istanza, continuano ad essere schiacciati sullo zero. L’indice di Taylor ci dice che l’orientamento espansivo della politica monetaria è passato da 5 punti base fino ad un massimo di 265 punti, e oggi è ancora a 207 punti.<sup>12</sup> Anche l’Eurozona avrà quindi una normalizzazione *“paziente, persistente e prudente”*.

In un mondo fortemente indebitato, ormai abituato alla droga monetaria, la normalizzazione dei tassi deve essere inevitabilmente lenta, anche a costo di favorire l’inflazione che, fino ad un certo livello, a condizione di avere crescita, sarebbe benvenuta. Crescita globale delle economie e tassi bassi dovrebbero quindi mantenere ancora per qualche tempo mercati positivi, grazie alla timidezza dell’inflazione.

### ***I rischi aumentano***

Le dinamiche strutturali della globalizzazione possono essere messe in difficoltà dalla politica di Trump sui dazi

---

<sup>12</sup> Ibidem.



doganali. Questa rappresenta un tentativo di riequilibrare il commercio internazionale, ma anche di frenare la globalizzazione, quindi la Cina. La FED ha certo annunciato altri due rialzi dei tassi quest'anno, perché sa che la politica fiscale di Trump, che avviene in una fase avanzata del ciclo, può produrre inflazione. Inoltre, se la crescita continua per altri due anni, parallelamente al rialzo dei tassi, la FED avrà la possibilità di abbassarli prima che inizi la fase di contrazione.

La guerra sui dazi doganali apre molte altre incognite. Se ben gestita dovrebbe portare ad un riequilibrio del commercio internazionale, spingendo chi ha una bilancia dei pagamenti attiva a stimolare la propria domanda interna.

Ma il livello delle minacce di Trump è di sfida aperta non solo alla Cina, ma anche ai suoi alleati. L'attuale presidente degli Stati Uniti applica strategie negoziali che ha testato nel corso della sua vita d'imprenditore e sulle quali ha anche scritto dei libri. Ma il mondo della diplomazia ha codici propri, voluti per facilitare dinamiche che permettano ai negozianti un linguaggio comune per

ridurre il rischio di errori. L'approccio di Trump è quindi in sé pericoloso. Dalle barriere tariffarie si può poi passare alle svalutazioni competitive.

### **Strategie d'investimento**

Fin che i segnali di frenata delle principali economie del mondo non saranno consistenti ed il supporto delle banche centrali, anche se riqualificato, resterà presente, la volatilità non sarà una vera minaccia. Anzi, permetterà di prendere coscienza dei rischi evitando pericolose euforie. Gli Stati Uniti restano al centro dei disegni mondiali e l'avamposto del ciclo economico. Il differenziale dei tassi, la forte presenza strutturale di aziende della nuova economia come pure di quella della vecchia economia legata all'industria petrolifera, spingeranno il dollaro a rafforzarsi fino probabilmente a toccare 1.10 contro euro, dove c'è un *gap* tecnico. La borsa americana resta quindi un punto di riferimento determinante. La "de-globalizzazione" di Trump favorirà le *small cap*, mentre le correzioni dei titoli della digitalizzazione saranno ancora occasioni d'acquisto. Nel periodo estivo, i *consumer staple*, rimasti indietro, potrebbero aiutare a contenere la

volatilità dei portafogli. L'Europa porta in sé grandi speranze, ma molte incertezze. Esiste la possibilità che la volontà del nuovo governo italiano di agire in termini pro-crescita possa trovare qualche supporto nella Germania, che ha più di tutti bisogno dell'Unione europea per difendere il suo export. Ma l'incertezza sarà grande, i flussi finanziari internazionali sceglieranno di andare altrove fin che non avranno chiarezza sul disegno europeo. Ma non ci saranno grossi traumi, nemmeno per l'Italia, finché la politica monetaria resterà *"paziente, persistente e prudente"*. La Cina è la sfida principale di Trump. Ma anche Xi Jinping sa che lo squilibrio attuale nel commercio con gli Stati Uniti non può continuare come negli ultimi venti anni. La pressione di Trump accelererà la scelta strategica di sviluppare il mercato interno. L'apertura del mercato finanziario cinese potrebbe essere la moneta di scambio per contenere la politica dei dazi doganali. La volatilità estiva potrebbe creare opportunità d'investimento nel paese dell'Impero di Mezzo. L'OPEC potrebbe

decidere di aumentare la produzione di petrolio contribuendo a rallentare le paure d'inflazione. Ma la correzione dell'oro nero sarà solo momentanea: se ci sarà, ridarà forza alla crescita globale in una fase in cui il dollaro si rafforza. I paesi emergenti e le loro valute, che in alcuni casi come in Argentina, Brasile e Turchia hanno subito significative contrazioni, torneranno molto interessanti, ma solo quando il dollaro avrà terminato il suo percorso d'apprezzamento.

Nel primo trimestre la correzione delle borse è partita da uno *spike* di volatilità, poiché molti prodotti unilateralmente scommettevano che questa si sarebbe ridotta ulteriormente. Ora, molti *hedge fund* continuano a vendere volatilità, quindi ad abbassarla. Ci sarà un nuovo *spike* estivo, come quello invernale? E' questo il pericolo dell'estate. Ma fino a quando le molte paure che circondano i mercati finanziari non si affacceranno nel campo sconfinato dell'indebitamento mondiale, i mercati correggeranno, ma su alte vette.