

SCENARI MACRO

Ue-Bce, l'uscita dal tunnel passa da qui

Dal «recovery fund» alle mosse della banca centrale: i mercati aspettano ancora di capire come verrà aggredita la crisi

di **Walter Riolfi**

Osserva la francese Axa come lo *choc* provocato da questa pandemia sia tutt'altro che simmetrico. È vero che ha colpito duramente quasi tutti i paesi quanto a contagi e morti, ma le conseguenze economiche differiscono in maniera sostanziale. Come sono i ceti sociali più deboli a dover patire maggiormente, così la crisi s'abbatte più duramente su quegli stati le cui finanze non permettono un'adeguata risposta a crolli dell'economia stimati attorno al 10%, come s'era visto solo ai tempi della Grande Depressione del 1929.

E il caso italiano è probabilmente la dimostrazione più lampante di questa asimmetria. Se n'è avuta conferma martedì scorso, quando l'agenzia Fitch ha tagliato il rating del nostro paese a BBB-, ovvero all'ultimo gradino sotto il quale s'apre la palude del debito (quasi) spazzatura, sul quale banche, fondi e assicurazioni non possono investire. Questa prospettiva non è immediata, perché 9 giorni fa S&P ha avuto la gentilezza di lasciar invariato il giudizio (a BBB), mentre Moody's e Dbrs dovrebbero decidere a fine settimana. Se la

Le risorse in Europa alla fine potrebbero superare quelle Usa. Ma la lentezza con cui si procede viene mal vista dagli investitori

consueta benevolenza di quest'ultima dovrebbe evitarci una bocciatura, c'è attesa per la risoluzione di Moody's. La cosa più preoccupante nella decisione di Fitch non è tanto il rating ribassato, quanto l'analisi delle condizioni economiche e finanziarie dell'Italia che appaiono meno severe di quanto stimano altri economisti: Pil in calo dell'8%, come prevede lo stesso Tesoro,

(quando Goldman Sachs e UniCredit lo vedono a -12 e -15%) e un debito che crescerebbe al 156% (al 163% per Goldman e al 167% per UniCredit).

Un tale scenario presuppone che la pandemia possa essere «contenuta» e che una «ripresa relativamente forte» si proponga nel 2021. Fitch s'aspetta che la Bce faccia tutto quello che è in suo potere. Ma da sola «non è sufficiente», perché tutto dipenderà dal funzionamento del fondo per la ripresa su cui s'è ragionato a grandi linee nell'ultimo incontro dei leader europei: in particolare se il Recovery fund potrà aiutare i singoli stati erogando sovvenzioni oppure prestiti.

Nella prima ipotesi il denaro versato non andrebbe a gonfiare (direttamente) il debito pubblico dei vari paesi, come invece accadrebbe nel secondo. La questione è fondamentale per l'Italia, poiché, se si trattasse di un finanziamento, seppur a tasso agevolato, il suo debito salirebbe ben oltre le stime di Fitch e non sarebbe sostenibile. Per dirlo con le parole di Wolfgang Munchau del *Financial Times*, «l'Italia è in un pericolo più grande di quanto l'Eurozona voglia ammettere». Ipotizzando un aumento del bilancio Ue al 2%

del pil per tre anni, ragiona Alberto Foà di AcomeA Sgr, si creerebbe una disponibilità di fondi aggiuntivi pari a 400 miliardi che, uniti alle altre soluzioni proposte dalla Commissione (circa 500 miliardi) e quelle varate dai singoli governi, rappresenterebbero risorse persino superiori a quelle stanziare negli Usa.

Con la fondamentale differenza che l'America sta già provvedendo, mentre

l'Europa continua a tergiversare.

La vaghezza

Se finalmente è uscito qualcosa di

buono dall'incontro del 23 aprile, preoccupa, tuttavia, la vaghezza delle proposte discusse e soprattutto la dilatazione dei tempi in cui agire: «Un dolcetto al giorno toglie la ripresa di turno», commenta sarcasticamente Bofa,

notando come in Eurozona si cerchi solo di guadagnare tempo.

In queste condizioni il Recovery fund non potrà funzionare prima del prossimo anno. È quel che teme anche Antonio Cesarano di *Intermonte*, che non esclude un'imminente contrazione della liquidità (segnalata dal rialzo del tasso Euribor): cosicché, «dopo la crisi sanitaria, i mercati potrebbero trovarsi a fronteggiare una conseguente crisi

finanziaria». «Senza una risoluta reazione domestica ed europea, il rischio di una spirale negativa, come nel 2011, non è da escludere», sostiene Lorenzo Codogno di LC Macro Advisors, che intravede persino qualcosa di buono nel declassamento operato da Fitch: potrebbe mettere un po' di pressione ai leader europei. Per ora i mercati sembrano reagire con relativa compostezza: lo spread tra Btp e Bund, risalito di 15 punti, a 235, il giorno dopo la bocciatura, è ridisceso e Piazza Affari non ne ha risentito.

Alcuni economisti, come Erik Nielsen di UniCredit, sostengono che anche un debito al 167% del Pil può essere sostenibile: se la Bce seguita a comprare titoli e se i lauti interessi derivanti dai Btp venissero poi trasferiti al Tesoro. Di quelle cedole beneficerebbero anche i piccoli e grandi investitori italiani

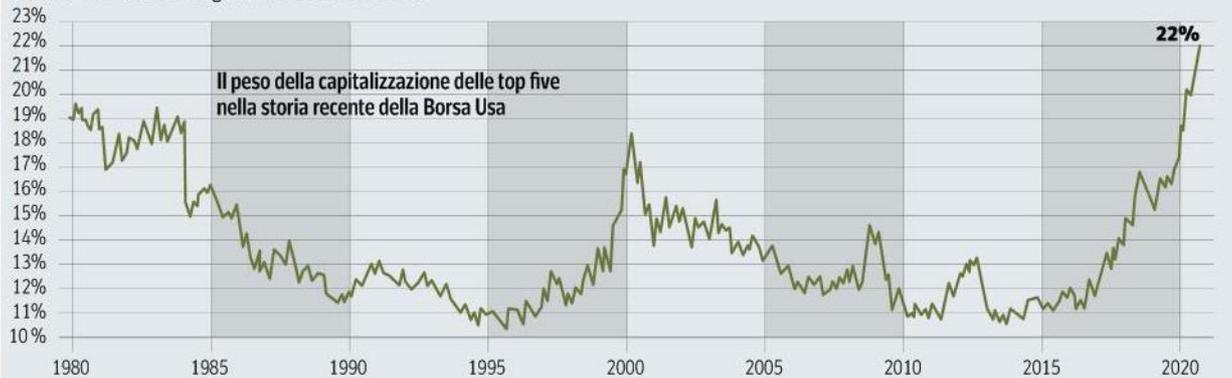
che detengono il 50% del debito nazionale. Del resto nessuno si cura se sia sostenibile il debito giapponese (250% del Pil). Con la differenza che il Tesoro italiano paga oggi interessi dell'1,8% sul decennale, Tokyo meno di zero.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Cinque titoli valgono un quinto di Wall Street

Microsoft, Apple, Amazon, Google e FaceBook valgono il 22% dell'indice S&P, come mai s'era visto, nemmeno ai tempi della bolla del 2000.

Per Goldman Sachs è il segno di un eccessivo rischio.



Fonte: Goldman Sachs

L'Ego - Hub