



### „ITALIA, ITALIA, ITALIA“



**Martin Neff**  
Economista capo di Raiffeisen

Quest'anno la Squadra Azzurra non potrà stupire il mondo con la sua maestria calcistica a partire dal 14 giugno e i tifosi italiani non avranno dunque occasione di scandire a squarciagola "I-ta-lia, I-ta-lia". Ma a due settimane dal fischio di inizio del Campionato del mondo di calcio in Russia, tutti gli occhi sono puntati proprio sul Belpaese. Quello che sta attualmente accadendo in Italia supera qualsiasi cosa mai vista prima – ed è tutto dire, in un Paese che ha sempre funzionato con meccanismi del tutto peculiari e che ora cerca di dare vita al 67° governo in circa 70 anni di storia repubblicana. C'è solo da sperare che nelle teste delle parti coinvolte in questo delicato Risiko politico venga insufflata almeno una pagliuzza di ragione e ragionevolezza. Altrimenti sui mercati rischia di stagliarsi l'ombra dell'orso italiano, che peraltro è ancora oggi di casa nella Penisola.

Il toro travolge tutto quello che si para davanti al suo cammino. Un'immagine che descrive piuttosto bene ciò a cui abbiamo assistito negli ultimi anni sulle borse. I mercati sono rimasti rialzisti ("bullish", appunto) nonostante tutti gli ostacoli che si sono loro parati davanti: la crisi greca in varie salse e riedizioni, il differimento sine die per i problemi nell'UE e le continue toppe messe alle falle dell'Unione, il gioco a tempo della BCE, il conflitto in Ucraina o lo tsunami in Giappone con il disastro della centrale nucleare di Fukushima – niente è riuscito a fermare la corsa del toro. Anche le recenti incertezze sono state spazzate via senza incertezze, come ad esempio l'elezione di Trump a presidente degli Stati Uniti, le ottuse dimostrazioni di forza della Corea del nord o l'arrivo del 2017, ossia l'anno delle superelezioni in Europa a cui erano legati timori di una deriva dell'Europa verso un marcato populismo. Anche la stentata normalizzazione della politica monetaria negli USA non ha arrestato il trend rialzista delle borse. Con l'inizio del nuovo anno però il vento è sembrato cambiare. Finora il 2018 non è stato senz'altro un buon anno per gli operatori di borsa. La volatilità, ossia il parametro che fornisce una misura del nervosismo sui mercati, ha fatto segnare a febbraio un pirotecnico ritorno di fiamma. Proprio in questo scenario, di per sé già molto fragile, va ora delineandosi un'ulteriore fonte di disagio proprio nel cuore dell'Europa. I mercati

dovranno innanzitutto digerire il fatto che l'Italia non è la Grecia. E tutto questo potrebbe richiedere diverso tempo, dandoci filo da torcere addirittura per l'intero anno.

#### **Meglio il bunga bunga allora**

Il laborioso processo di formazione del governo in Germania è stato qualcosa di assolutamente inedito per tutti coloro che considerano la Germania come la patria della stabilità. Un lungo tira e molla che non ha fatto certo bene all'immagine del Paese. Ma in tale occasione i mercati sono rimasti piuttosto ingessati, esercitando la virtù della calma – fiduciosi che in caso di emergenza l'affidabile Germania non sarebbe comunque andata fuori rotta. E poi a fare da garante c'era Angela Merkel, un'interlocutrice piuttosto noiosa, ma comunque ben conosciuta e affidabile. In questa ottica l'Italia non appariva destinata a essere un tema caldo per i mercati finanziari tantopiù che, come tutti sanno, a Roma i processi di formazione del governo sono tradizionalmente lunghi e farraginosi. Ma questa volta tutti i riflettori sono puntati proprio sul nostro vicino meridionale – e a ragion veduta. L'Italia ha infatti realmente tutte le carte in regola per scardinare l'impianto dell'Eurozona. Chi solo qualche settimana fa rideva davanti alle promesse elettorali del tutto irrealistiche e quindi scarsamente credibili di Lega e Cinque Stelle, deve ora constatare con grande sorpresa che Luigi Di Maio (Cinque Stelle) e Matteo Salvini (Lega) fanno tremendamente sul serio. Allora, pensano nel frattempo non pochi in Italia, meglio il "Cavaliere" Silvio Berlusconi, che dietro le quinte sta lavorando freneticamente a un rientro da protagonista sulla scena politica. Berlusconi ha una reputazione estremamente controversa, ma è riuscito a superare indenne anche lo scandalo Ruby. E almeno non ha mai mantenuto quello che prometteva! Ma Di Maio e Salvini hanno dichiarato a più riprese di voler tenere fede alle loro promesse, ovvero ridurre le tasse, aumentare la spesa pubblica, introdurre il reddito di cittadinanza e rimodulare il sistema previdenziale senza mettere le mani nelle tasche dei pensionati.

#### **L'emozione la fa da padrona**

Il fatto che nella stessa Italia si percepisca ben poco di una "ultima ratio" è sottolineato dalla (probabilmente soltanto) prima versione del contratto di coalizione. In tale documento i due partiti formulano la propria visione su come un Paese con un debito pubblico superiore al 130% del PIL (in Europa soltanto la Grecia fa ancora peggio) intenda spendere denaro che semplicemente non ha. E queste aspettative sono decisamente semplici: a pagare devono essere gli altri europei. Il pensiero dei due politici a capo della coalizi-

one è lapalissiano: la BCE dovrebbe semplicemente cancellare il debito da 250 miliardi di euro in titoli di stato italiani acquistati attraverso il "quantitative easing", e l'Italia avrebbe di nuovo ampi margini di manovra. Nel frattempo Salvini ha fatto marcia indietro, in quanto gli è stato sicuramente spiegato che le banche centrali nazionali rispondono direttamente per le obbligazioni acquistate dalla BCE. E poiché la Banca d'Italia appartiene allo Stato italiano, alla fine sarebbero proprio i contribuenti del Belpaese a pagare il conto. Ma tutte le promesse fatte, per quanto irrealistiche possano apparire, sono ancora sul tavolo. E in ultima analisi sono proprio queste promesse che in Italia, almeno, mantengono le emozioni in terreno positivo. Ma al momento si fa davvero fatica a scorgere nella Penisola un barlume di ragionevolezza.

## Tutto o niente?

È indubbio che i vincitori delle elezioni debbano effettivamente mantenere, almeno in parte, quello che hanno promesso e difficilmente potranno essere quindi indotti a desistere. Sostanzialmente il tutto si traduce in un'estorsione. Perché per l'integrazione europea l'Italia è al contempo un bastione e una pietra d'angolo. E, a differenza della Grecia, l'Italia è decisamente too big to fail per l'Eurozona; inoltre, è membro fondatore della Comunità Economica Europea e affonda le proprie radici su una lunga tradizione proeuropeista. I nuovi padroni del Paese sembrano gettare consapevolmente proprio questo aspetto sul piatto della bilancia, ben consapevoli che il conto complessivo delle loro promesse è semplicemente insostenibile. Il deficit dello Stato italiano, da poco tornato perlomeno in equilibrio con un rapporto del 2,3% rispetto al PIL, sarebbe destinato a salire al 7% circa se il nuovo governo italiano facesse veramente sul serio, mantenendo le promesse della coalizione. Si tratterebbe per certo della pietra tombale sul patto di stabilità di Maastricht che, per quanto sia ormai degenerato in farsa, ufficialmente è ancora in vigore. E

cosa accadrebbe al debito italiano di 2300 miliardi di euro, detenuto per circa un terzo da investitori esteri? Inoltre, a differenza della Grecia, l'Italia non potrebbe nemmeno essere salvata dal Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF): il Paese deve infatti rimborsare ogni anno circa 200 miliardi di debito e raccogliere quindi sui mercati un importo perlomeno corrispondente, mentre il MESF stesso dispone soltanto di riserve pari a poco più di 400 miliardi. Non c'è quindi da sorprendersi se attualmente a Bruxelles si parla dell'Italia soltanto a mezza voce – a differenza dei toni roboanti con cui era stata aggredita la Grecia. Non resta dunque che stare a vedere cosa accadrà nelle prossime settimane. Ma la sceneggiata italiana appare destinata a protrarsi ben più a lungo della precedente tragedia greca e anche nuove elezioni non saranno probabilmente sufficienti per far calare il sipario. Draghi ha acquistato molto tempo per il suo Paese di origine e per l'Eurozona in generale. Un ritorno a un clima più disteso potrebbe essere garantito soltanto da coloro che oggi sussurrano a Bruxelles, in quanto l'Italia potrebbe non essere in grado di tornare alla ragione. Ma proprio questi eurocrati appaiono oggi concentrati sulle proprie priorità e preoccupazioni nazionali. La resa dei conti è alle porte. Per l'Europa si preannuncia un'estate senza dubbio rovente. E, come già accennato la settimana scorsa, anche noi qui in Svizzera non potremo sottrarci a questa ondata di calore. Nel frattempo il franco è tornato a quotare 1.15 contro l'euro.

**Martin Neff, Economista capo**

**Editore:** Raiffeisen Schweiz, Economic Research | Stampfenbachstrasse 114 | 8006 Zürich | 044 226 74 41 | [economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)  
**Abbonamento:** Martin Neff, economista capo  
Si può abbonarsi alla pubblicazione su [www.raiffeisen.ch/web/research+publikationen](http://www.raiffeisen.ch/web/research+publikationen)

## IMPORTANTI NOTE LEGALI

### ESCLUSIONE DI OFFERTA

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non costituiscono dunque né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto, ovvero alla vendita, di strumenti di investimento. La presente pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a o dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relativi a questi prodotti sono contenute nel rispettivo prospetto di quotazione. A causa delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione sia soggetta a limitazioni.

La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza in materia d'investimento e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza Clientela privata e/o dopo l'analisi dei prospetti informativi di vendita vincolanti. Decisioni prese in base alla presente pubblicazione avvengono a rischio esclusivo dell'investitore.

### ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Raiffeisen Svizzera società cooperativa intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione.

Raiffeisen Svizzera società cooperativa non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi), causati dalla distribuzione della presente pubblicazione o dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari.

### DIRETTIVE PER LA SALVAGUARDIA DELL'INDIPENDENZA DELL'ANALISI FINANZIARIA

La presente pubblicazione non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) non trovano pertanto applicazione in questa pubblicazione.