

Il parere dell'economista capo di Raiffeisen

Il tragico salvatore



Su invito della Banca nazionale svizzera, Mario Draghi, il salvatore dell'euro, ha tenuto recentemente una conferenza a Zurigo. Il suo intervento era già stato annunciato in primavera. L'ironia della sorte ha voluto, tuttavia, che proprio nel momento della sua visita a Zurigo i mercati obbligazionari fossero scossi da una forte turbolenza. Gli investitori obbligazionari sono sempre più preoccupati riguardo alla sostenibilità a lungo termine del debito di molti paesi. In particolare la sostenibilità della Francia, la seconda economia più grande dell'Eurozona.

Il drammatico salvataggio dell'euro

Nel suo celebre discorso pronunciato a Londra nel luglio 2012, Draghi paragonò l'euro a un calabrone goffo, che in teoria non sarebbe in grado di volare, ma che in qualche modo riesce comunque a farlo. L'Unione monetaria presenta infatti qualche difetto di progettazione, che ha favorito l'elevato indebitamento di alcuni paesi dell'Europa meridionale, dando il via nel 2009 alla crisi del debito e ai timori sulla sopravvivenza dell'euro. A Londra Draghi pronunciò quelle parole che ancora oggi ne consolidano la sua reputazione di salvatore dell'euro: «Nell'ambito del proprio mandato, la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi: sarà abbastanza». L'impegno a fare tutto il possibile per preservare l'euro modificò le aspettative degli investitori e riuscì a calmare e rassicurare i mercati finanziari. Tuttavia, non risolse né il problema del debito europeo né le sue cause politiche ed economiche.

Il problema è stato solo rinviato

L'intervento di Draghi era giustificato nel breve termine. Tuttavia, l'abitudine consolidata nel tempo al denaro a basso costo e ai meccanismi di salvataggio attraverso la politica monetaria ha creato rischi considerevoli. Ciò non significa necessariamente che rinunciare al salvataggio sarebbe stata una scelta economicamente migliore. Gli incentivi distorti che spingono a contrarre sempre nuovi debiti non sono, però, stati eliminati. Al contrario, sono stati addirittura rafforzati. Da allora, i politici e gli operatori finanziari fanno ancora più affidamento sul fatto che, in caso di emergenza, le banche centrali intervengano nuovamente per risolvere la situazione. Fino ad oggi non è stata inflitta alcuna sanzione finanziaria o penale a nessun Paese dell'UE che abbia violato le norme dell'Unione in materia di disavanzo o debito

pubblico, nonostante le 48 (!) procedure per disavanzo eccessivo avviate finora. In inglese si dice «kicking the can down the road», ovvero letteralmente «calciare la lattina lungo la strada», quando un problema difficile viene semplicemente rimandato o aggirato, nella speranza che scompaia da solo. Ma una cosa è certa: i debiti non scompaiono mai da soli.

Nuova crisi con la Francia

A ben 14 anni dal discorso di Draghi, i mercati obbligazionari tornano a fare notizia, il che non è mai un buon segno. I mercati finanziari sono poco affidabili come garanti della disciplina fiscale. Rimangono spensierati a lungo, finché la fiducia non viene meno. A quel punto, però, la correzione avviene spesso in modo brusco, aggravando ulteriormente i problemi. L'elevato nervosismo si riflette nei cosiddetti spread dei paesi debitori. Si tratta dei differenziali di rendimento che gli investitori richiedono rispetto ai titoli di Stato tedeschi, considerati più sicuri. Nella settimana del 19 ottobre, il differenziale sui titoli di Stato francesi ha superato la soglia di 1.7 punti percentuali. Da settembre è dunque raddoppiato. Lo spread della Francia è addirittura superiore a quello dell'Italia, nonostante la Francia disponga tuttora di rating migliori assegnati dalle agenzie internazionali. Ciò riflette il crescente nervosismo dei mercati finanziari.

La fine della spensieratezza

Considerato l'elevato debito pubblico francese, pari al 119 percentuale del PIL, ciò non sorprende affatto. A titolo comparativo, alla vigilia della crisi del debito sovrano greco, la quota di indebitamento della Grecia era pari al 111 per cento e salì al 128 per cento nel 2009, quando si scoprì che il paese aveva occultato alcune passività nel proprio bilancio. Il nervosismo ha anche cause politiche. Attualmente, infatti, il Parlamento francese non riesce a portare il deficit di bilancio al di sotto del 5 per cento del PIL. Inoltre, la Francia vanta un lungo e poco lusinghiero primato di promesse di riduzione del deficit che non sono mai state mantenute. Allo stesso tempo, raggiungere un bilancio in pareggio sarà sempre più difficile in futuro a causa del crescente onere degli interessi. Circa il 30 per cento del debito pubblico francese giungerà a scadenza nei prossimi tre anni e dovrà essere rifinanziato a costi nettamente più elevati. Secondo i dati dell'agenzia di rating Fitch, quest'anno la Francia dovrà destinare 79

miliardi di euro al solo servizio del debito, l'anno prossimo 91 miliardi e già nel 2028 oltre 100 miliardi di euro.

Il rischio di contagio

Finora la «fuga» degli investitori dai titoli di Stato francesi si è svolta in modo ordinato, a differenza del caos registrato durante la crisi del debito europeo tra il 2009 e il 2012. Anche le condizioni di finanziamento per il settore privato non hanno finora registrato un peggioramento analogo. La Francia dovrà comunque affrontare settimane e mesi difficili. In ogni caso prima delle elezioni presidenziali dell'aprile 2027 non è pensabile l'adozione di misure di risparmio efficaci. I due candidati con le maggiori possibilità di diventare presidente sono populistici che fanno promesse costose o irrealistiche al proprio elettorato. Marine Le Pen intende mantenere l'età pensionabile a 60 o 62 anni, nonostante ciò non sia finanziabile già oggi. E Jean-Luc Mélenchon punta a un default selettivo, ossia al mancato pagamento di una parte dei debiti, inducendo così gli investitori a richiedere interessi ancora più elevati. Anche il Belgio rappresenta un potenziale focolaio di contagio di cui finora si è parlato poco. Le finanze pubbliche del paese si trovano tuttavia in una situazione di difficoltà simile e anche i suoi spread sono raddoppiati dall'inizio di settembre.

La Svizzera non è soltanto una spettatrice

Alla luce delle turbolenze sui mercati obbligazionari internazionali, la Svizzera potrebbe anche starsene tranquillamente in disparte a guardare. Grazie al freno all'indebitamento, non abbiamo una tendenza all'indebitamento paragonabile a quella di altri paesi e, anche per questo motivo, paghiamo interessi così bassi da far impallidire persino Donald Trump

dall'invidia. La crisi dell'euro di allora rappresentò tuttavia una grande sfida anche per la Svizzera. Quando l'euro si indebolisce, il franco svizzero si apprezza di conseguenza, compromettendo la competitività dell'industria locale. Solo dall'inizio di ottobre il franco si è apprezzato del 2.4 per cento rispetto all'euro, nonostante il differenziale dei tassi d'interesse ai massimi storici dovrebbe in realtà contribuire a mantenere debole il franco. Una nuova crisi dell'euro rappresenterebbe pertanto un'ipoteca considerevole anche per la Svizzera.

Draghi, il tragico salvatore

Mario Draghi ha fatto guadagnare tempo all'Europa. Il fatto che la politica non ne abbia approfittato a sufficienza non rende retroattivamente sbagliato il suo intervento di salvataggio, ma alla luce della situazione attuale lo rende privo di valore. È stata un'occasione mancata per rimettere in sesto la Casa Europa e porre l'unione monetaria su basi solide e sostenibili. Le crisi rappresentano anche opportunità. Ad esempio per costringere la classe politica a rispettare le regole di bilancio e a eliminare gli incentivi distorti. Non ci saranno molte altre occasioni del genere, anche perché a ogni nuova crisi, la posta in gioco sarà sempre più alta.



Fredy Hasenmaile

Economista capo
Raiffeisen Svizzera

Editore

Raiffeisen Svizzera
Economic Research
The Circle 66
8058 Zurigo Aeroporto
economic-research@raiffeisen.ch

Internet

raiffeisen.ch/abitazione
raiffeisen.ch/investire

Pubblicazioni

Scoprite la nostra attuale visione dei mercati finanziari nelle nostre pubblicazioni
raiffeisen.ch/mercati-opinioni

Consulenza

Vogliate mettervi in contatto con il vostro consulente agli investimenti oppure con la vostra Banca Raiffeisen locale:
raiffeisen.ch/web/la+mia+banca

Note legali

Il presente documento ha esclusivamente finalità pubblicitarie e informative di carattere generale e non è riferito alla situazione individuale del destinatario. Il destinatario rimane direttamente responsabile di richiedere i necessari chiarimenti, di effettuare le necessarie verifiche e di consultare gli specialisti (ad es. consulente fiscale, assicurativo o legale). Gli esempi, le spiegazioni e le indicazioni menzionati hanno carattere generale e possono presentare scostamenti a seconda dei casi. Gli arrotondamenti possono infatti dare luogo a differenze rispetto ai valori effettivi.

Il presente documento non costituisce una consulenza agli investimenti o una raccomandazione individuale né un'offerta, un invito o una raccomandazione all'acquisto o all'alienazione di strumenti finanziari. In particolare il documento non rappresenta né un prospetto né un foglio informativo di base ai sensi degli art. 35 segg. o art. 58 segg. L'SerFi. Le sole condizioni complete facenti fede e le esaurienti avvertenze sui rischi degli strumenti finanziari citati sono contenute nei rispettivi documenti di vendita giuridicamente vincolanti (es. prospetto [base], contratto del fondo e foglio informativo di base [FIB]/Key Information Document [KID], rapporti annuali e semestrali). Questi documenti possono essere ottenuti gratuitamente da Raiffeisen Svizzera società cooperativa, Raiffeisenplatz, 9001 San Gallo o all'indirizzo raiffeisen.ch. Gli strumenti finanziari andrebbero acquistati solo a seguito di una consulenza personale e dell'analisi dei documenti di vendita giuridicamente vincolanti e dell'opuscolo «[Rischi nel commercio di strumenti finanziari](#)» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB). Le decisioni prese in base al presente documento sono a rischio esclusivo del destinatario. A causa delle restrizioni legali in alcuni Paesi, queste informazioni non sono rivolte a persone la cui nazionalità, sede o domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione degli strumenti finanziari o dei servizi finanziari descritti nel presente documento è soggetta a limitazioni. Per quanto riguarda i dati di performance indicati si tratta di dati storici, da cui non si può ricavare l'andamento attuale o futuro.

Il presente documento contiene affermazioni previsionali che si basano su stime, ipotesi e aspettative formulate da Raiffeisen Svizzera al momento della redazione. In seguito al subentrare di rischi, incertezze e altri fattori, i risultati futuri potrebbero discostarsi dalle dichiarazioni previsionali. Di conseguenza tali dichiarazioni non costituiscono una garanzia di risultati e andamenti futuri. Tra i rischi e le incertezze si annoverano anche quelli descritti nel rispettivo [rapporto di gestione del Gruppo Raiffeisen](#).

Raiffeisen Svizzera e le Banche Raiffeisen adottano ogni misura ragionevole per garantire l'affidabilità dei dati e contenuti presentati. Declinano però qualsiasi responsabilità in merito all'attualità, esattezza e completezza delle informazioni pubblicate nel presente documento e non rispondono di eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e conseguenti) che dovessero derivare dalla diffusione e dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto. In particolare non rispondono di eventuali perdite derivanti dai [rischi](#) intrinseci ai mercati finanziari. Le opinioni espresse in questo documento sono quelle di Raiffeisen Svizzera al momento della stesura e possono cambiare in qualsiasi momento e senza ulteriore comunicazione. Raiffeisen Svizzera non è tenuta ad aggiornare il presente documento. Si declina qualsiasi responsabilità in relazione a eventuali conseguenze fiscali che dovessero verificarsi. Senza l'approvazione scritta di Raiffeisen Svizzera il presente documento non può essere riprodotto né trasmesso ad altri né in tutto né in parte.