

## **Tutti i segnali da cogliere dopo lo shock tedesco che mette fine all'austerità**

*di Ignazio Angeloni*

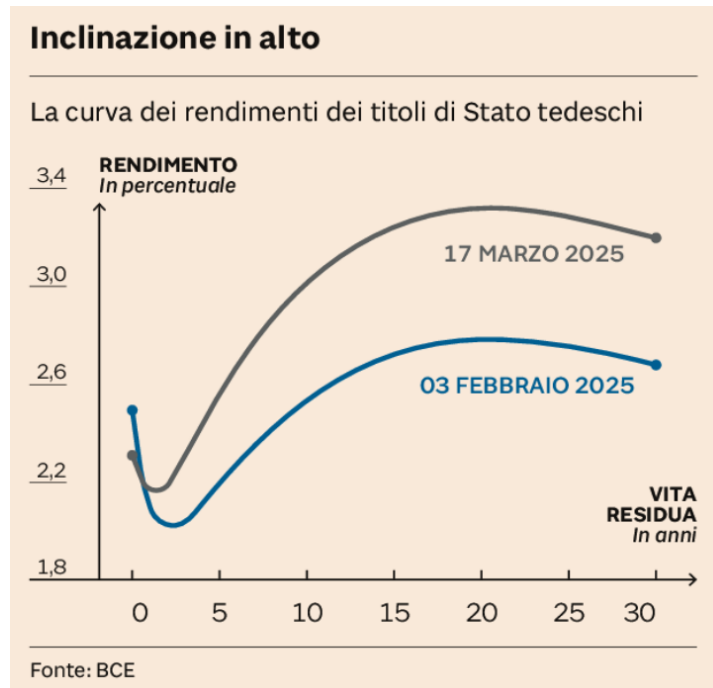
«Fai attenzione a quello che desideri, perché potrebbe avverarsi» dice un proverbio popolare in tutte le lingue. Per anni i commentatori economici italiani (e non solo) hanno criticato i governi tedeschi per il loro conservatorismo fiscale, invitandoli ad aprire i cordoni della borsa. Hanno contestato la regola costituzionale che tuttora, ma forse ancora per poco, impone in quel paese di limitare il disavanzo strutturale del bilancio pubblico allo 0.35% del PIL. Giustamente, per molti versi: quella regola non ha molto senso economico. Solo adesso però che il neo-cancelliere in pectore Friedrich Merz ha comunicato l'intenzione di rimuovere quel vincolo ci accorgiamo di quali sono conseguenze di una Germania meno frugale. Che non sono tutte piacevoli.

È bastato l'annuncio qualche giorno fa da parte del futuro capo del governo tedesco che la Germania farà «*whatever it takes*» (ha usato la frase di Mario Draghi per dare maggiore enfasi alla notizia) per finanziare la spesa militare e infrastrutturale per far salire i rendimenti dei titoli a lunga tedeschi di quasi mezzo punto percentuale. E con loro anche quelli di quasi tutti gli altri paesi europei, compresi i nostri.

Il modo in cui i mercati finanziari si adatteranno alla nuova situazione, tuttora ipotetica, in cui la Germania inizia ad accumulare consistenti disavanzi fiscali lo si vedrà col tempo. Già oggi però si possono avanzare tre osservazioni rilevanti per l'Italia.

La prima è che bisogna mettere in conto un consistente aumento dell'onere per interessi del nostro debito pubblico. Il calcolo più banale – un aumento di mezzo punto del costo su tutto il debito –

porterebbe a una stima del costo del debito attorno a 15 miliardi, circa un quarto del disavanzo previsto per quest'anno. Una grossa cifra che per fortuna è una stima largamente per eccesso, perché la traslazione dei costi si manifesta in modo graduale. Non sono in grado di stimarne l'entità effettiva in modo affidabile; l'unica cosa certa è che l'aggravio ci sarà e sarà crescente nel tempo.



La seconda osservazione è una buona notizia per noi: si conferma il fatto che la fragilità del nostro debito pubblico negli ultimi tempi si è ridotta. Tradizionalmente essa era misurabile nella tendenza dello spread a crescere ogni volta che i tassi di interesse internazionali salivano; in altre parole, i nostri tassi salivano sempre di più di quelli internazionali. Da un po' di tempo a questa parte non sembra essere più così. Il rendimento del Btp decennale ha reagito allo shock dell'annuncio di Merz grosso modo quanto l'analogo rendimento tedesco, sicché lo spread è rimasto invariato. Da allora anzi è sceso ancora: siamo vicini ai minimi storici del 2015 (governo Renzi) e 2021 (governo Draghi). Indubbiamente i mercati scontano che le finanze pubbliche tedesche stanno diventando meno «austere», ovvero più simili a quelle italiane, e che il clima europeo in generale è molto più disponibile a tollerare disavanzi e debiti pubblici di quanto fosse in passato. Ma deve aver giocato un ruolo anche l'attento controllo dei conti pubblici attuato da noi, di cui va dato atto al governo italiano.

Gli ultimi dati mostrano che il disavanzo pubblico si sta riducendo, avvicinandosi con anticipo all'obiettivo del 3% del Pil.

La terza osservazione riguarda le prospettive dei tassi di interesse e le conseguenze per la politica monetaria. Da tre anni a questa parte si andava consolidando l'evidenza che la discesa «secolare» dei tassi di interesse notata dagli economisti nei decenni precedenti si fosse esaurita, anzi addirittura invertita, per l'interagire di diversi fattori nell'economia internazionale: il freno alla globalizzazione, il ritorno dell'inflazione, i maggiori investimenti privati e pubblici resi necessari dalle esigenze di riconversione delle economie e della difesa.

Lo shock che arriva dalla Germania non è che l'ulteriore manifestazione dello stesso ordine di fattori. Questo ha conseguenze anche per le prospettive della politica monetaria. Con l'ultima riduzione, la Bce ha portato il suo tasso al 2,5%, livello che è oggi al di sotto di quello dei rendimenti a lungo termine. La curva dei rendimenti in euro è oggi decisamente inclinata verso l'alto – si veda, nel grafico, come la pendenza è variata fra inizio febbraio e questa settimana. Quanto più la pendenza è positiva, quanto più l'intonazione della politica monetaria è espansiva rispetto a quello che il mercato giudica essere in suo valore di equilibrio, che ci si aspetta prevarrà in futuro. Un ulteriore segnale per la Bce che, quale che sia il percorso seguito fino ad oggi, non c'è spazio per altri tagli dei tassi.