



l'offerta è sceso a 1,561 per l'asta dei Bot (1,721 a giugno) e a 1,657 per i Ctz (da 1,87). Però, per quanto attiene ai tassi pagati da Via XX Settembre, il rendimento del Bot è lievitato fino al 2,269% (1,988% a giugno), mentre quello del Ctz è balzato al 4,038% (da 3,219%). L'attenzione si sposta adesso a domani, quando andranno in asta tra 2,5 e 3,5 miliardi del nuovo Btp triennale, nonché 2-3 miliardi del Btp con scadenza settembre 2021 e un discreto ammontare di Cct.

Gli innalzamenti dei tassi riflettono implacabilmente l'aggravarsi del differenziale con il Bund tedesco, tornato su livelli preoccupanti dopo il leggero miglioramento registrato sul finire della scorsa settimana. In particolare, lo spread di rendimento dei Btp è rimasto anche ieri vicino ai 300 punti base. Un livello non lontano dal picco di oltre 340 punti base toccato di recente, e poi scemato dopo l'intesa nell'area euro sui nuovi aiuti alla Grecia. E così, l'interesse del Btp decennale è tornato a sfiorare il 5,70%, a poca distanza da quel 6% oltrepassato nei giorni di maggiore tensione.

**BENE I TITOLI BANCARI**

Spostandoci sul fronte valutario, a pesare è soprattutto lo stallo delle trattative fra Casa Bianca e repubblicani per scongiurare un default del debito americano. Una situazione che ieri ha penalizzato vistosamente il dollaro, calato ai minimi storici sullo yen giapponese e sul franco svizzero, due valute in questo momento ritenute più "sicure", allo stregua dell'oro, il bene rifugio per eccellenza la cui quotazione continua a restare su livelli altissimi con un prezzo che è arrivato a 1.614,43 dollari l'oncia, ritoccano il record storico della vigilia. E nonostante i perduranti timori sulla tenuta di diversi Paesi di Europa, ed a testimonianza della particolare debolezza del dollaro, ieri si è rafforzata anche la valuta europea, toccando ripetutamente quota 1,45 nei confronti del biglietto verde, sui massimi dallo scorso 5 luglio.

Tornando in Piazza Affari, c'è da registrare la risalita del comparto bancario dopo la caduta della seduta precedente: Mediobanca ha chiuso in rialzo dell'1,46%, Mps del 2,55%, ed ancor meglio i due "big" Intesa SanPaolo e Unicredit, in aumento rispettivamente del 3,11% e del 4,41%. Il calo più vistoso è stato invece quello di Stmicroelectronics, il cui titolo è scivolato addirittura dell'11,51% dopo il taglio delle stime trimestrali, seguito da Ansaldo Sts, che ha ceduto il 5,15% (-3,81% la controllante Finmeccanica) dopo una revisione al ribasso soprattutto per il proseguire della crisi libica. ♦

**L'ANALISI**

**Massimo D'Antoni**

# TORNA IL DILEMMA: PIÙ TAGLI O PIÙ INVESTIMENTI?

Gli americani e il mondo intero assistono con ansia al braccio di ferro in atto tra l'amministrazione del presidente Obama e il Congresso, che potrebbe portare al default del governo americano. La formale insolvenza del governo americano sarebbe tuttavia evento di natura ben diversa da quello che si teme per la Grecia e forse altri paesi europei, in cui il rischio di non onorare i debiti contratti ha per conseguenza l'indisponibilità dei mercati a concedere altro credito. Nel caso degli USA, ciò che determinerebbe il default è una norma che fissa un limite alla possibilità di indebitarsi, limite che il Congresso a maggioranza Repubblicana si rifiuta di rimuovere. L'obiettivo è quello di indebolire politicamente Obama, spingendolo ad accettare una drastica riduzione della spesa pubblica, cioè a rimangiarsi aspetti qualificanti delle politiche perseguite dalla sua amministrazione, quali la riforma sanitaria e gli aumenti di imposte a carico dei contribuenti più abbienti.

Ciò che in ultima istanza differenzia la situazione d'oltreoceano da quella europea, e rende minimo il rischio associato all'investimento in titoli del Tesoro americano, è la garanzia fornita dalla presenza di una banca centrale disposta a sostenere il valore dei titoli con operazioni sui mercati finanziari. Questa possibilità è formalmente preclusa per l'Europa, anche se le decisioni della settimana scorsa hanno aperto uno spiraglio in questa direzione. La possibilità di utilizzare la leva monetaria, dosando la spinta inflazionistica, fornisce inoltre un canale attraverso cui la banca centrale americana potrebbe agevolare il rientro dalla situazione debitoria, contribuendo a mantenere bassi, al limite negativi, i tassi di interesse reali. Anche da questo punto di vista l'Europa è in svantaggio: anche



una volta ricondotto a limiti fisiologici il differenziale tra i tassi dei paesi "a rischio" e la Germania, è difficile immaginare che la politica monetaria, visti i vincoli cui è sottoposta, possa dare un contributo importante al rientro dal debito.

Questo spiega perché da questa parte dell'Oceano le scelte fiscali dei singoli paesi abbiano un'importanza centrale, anche agli occhi degli operatori dei mercati finanziari; ad esse soltanto è affidata la responsabilità di rendere sostenibile nel medio/lungo periodo il debito accumulato (sia quello pubblico sia, nell'ipotesi in cui si rendessero necessari ulteriori salvataggi bancari, quello privato).

In tema di politica fiscale, due visioni si contrappongono. Da un lato coloro che pensano che una robusta cura dimagrante nella spesa pubblica sia la strada per

rilanciare lo sviluppo del continente. Sono grosso modo coloro che, nei due decenni trascorsi, hanno puntato il dito contro l'eccessiva presenza pubblica, che caratterizza il modello sociale europeo, quale causa della crescita più lenta di questo continente rispetto ai paesi anglosassoni; che vedono dunque in un aumento delle disuguaglianze che inevitabilmente deriverebbe da un ritiro dello stato sia sul lato delle entrate che su quello delle spese un ingrediente essenziale dello sviluppo economico; che confidano nel fatto che l'unico valido modo per accrescere la competitività del sistema produttivo sia la deregolamentazione dei mercati.

Sull'altro versante sono coloro che riconoscono alla spesa sociale, all'investimento pubblico in istruzione e infrastrutture, al sostegno alla ricerca, una funzione insostituibile per la crescita tout court prima ancora che per una crescita equilibrata e socialmente compatibile; che vedono tra le cause della crisi non solo gli eccessi della finanza ma gli squilibri nella distribuzione del reddito determinatisi nell'ultimo trentennio e la perdita di potere di acquisto delle famiglie dovuta all'arretramento del sistema di welfare e alla precarizzazione del mercato del lavoro.

Non si tratta di una disputa accademica, le due visioni sono distinguibili nelle scelte di politica economica. In America la prima visione ha assunto la forma estrema del movimento anti-tasse del Tea Party. In Europa, in modo più misurato nelle forme, essa rappresenta lo sfondo ideologico delle scelte di austerità portate avanti dalle cancellerie europee, a prevalente guida conservatrice. La seconda visione è condivisa dai partiti progressisti europei, che guardano con preoccupazione al rischio che politiche restrittive attente solo ai saldi di finanza pubblica portino con sé una spirale recessiva, e quindi finiscano per peggiorare il problema che dichiarano di voler risolvere. Confidiamo nel fatto che il sistema istituzionale americano consentirà ad Obama di spuntarla nel suo braccio di ferro con il Congresso a maggioranza Repubblicana. Quando l'opportunità di invertire la rotta in Europa?