

Sopravvivremo al nostro debito pubblico?

*Tutto quello che avreste voluto sapere sul debito
pubblico e non avete mai osato chiedere*

Massimo Bordignon

Cooperativa Cattolica Democratica di
Cultura

Brescia 15 novembre 2013

Indice

- * Cos'è (e quant'è) il debito pubblico?
- Chi ce l'ha?
- Quand'è che il debito è sostenibile o no?
- Cosa determina la dinamica del debito?
- I numeri: da dove arriva il debito pubblico italiano?
- Come ne usciamo?
- Che succederà?

Il debito pubblico

Cos'è il debito pubblico?

...valore nominale di tutte le passività lorde consolidate delle amministrazioni pubbliche.. verso il settore privato (residenti esteri e nazionali, banche, famiglie, imprese...)

..biglietti, titoli, prestiti etc...

E' un concetto di **stock**, non flusso

Al 31/12

Debito Pubblico

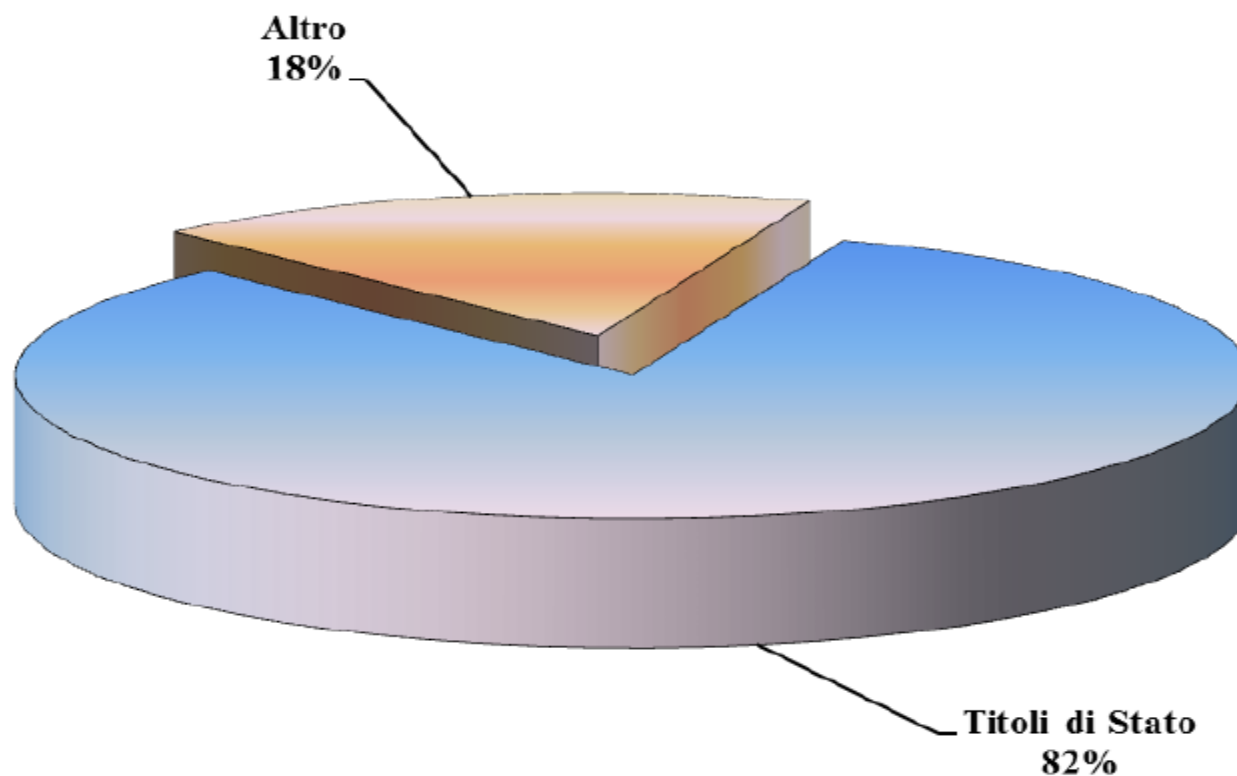
Anno	Debito pubblico	PIL
2009	1.769.254	1.519.695
2010	1.851.252	1.551.886
2011	1.907.392	1.578.497
2012	1.988.658	1.565.916

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze - Notifica del Deficit e del Debito Pubblico

presentata alla Commissione Europea ex Reg. CE 3605/93, così come modificato dal Reg. 479/2009.

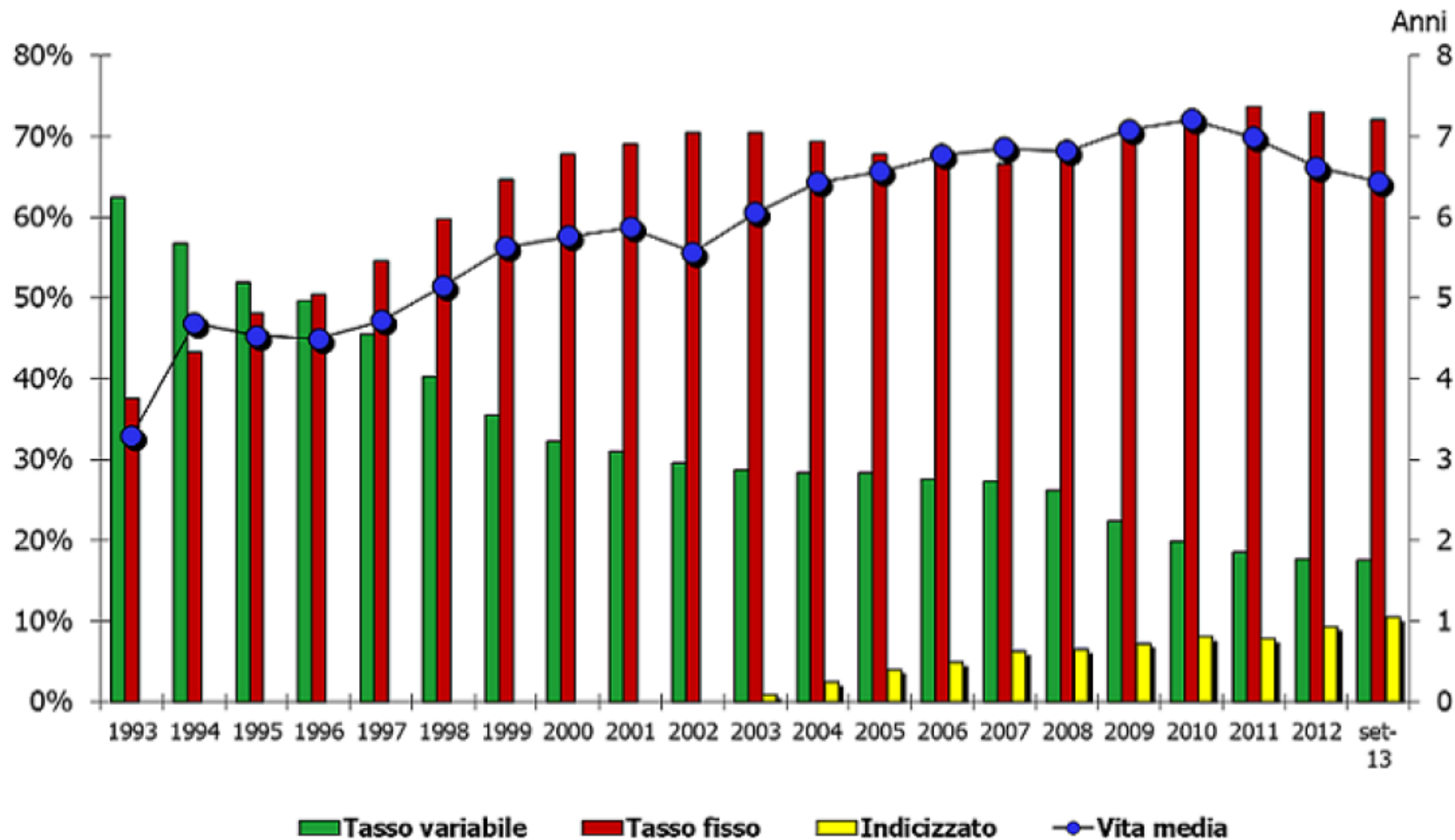
Il debito pubblico

Composizione del Debito Pubblico al 31/12/2012



Il debito pubblico

EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA DEL DEBITO E VITA MEDIA



Il debito pubblico

...Definizione **ufficiale** e che è usata nei confronti internazionali ..

...Ma tutt'altro che soddisfacente.. per due ragioni:

1) intanto è **lordo**: forse dovremmo guardare al debito pubblico al **netto** *di tutte le attività finanziarie possedute dal settore pubblico*

.. Secondo Bankitalia (Financial account, nov. 2013), le AP italiane possiedono tra azioni, obbligazioni, crediti e DSP circa 300 mld di attività finanziaria..

Il debito pubblico

* Non si usa il *netto* perché non esiste misura uniforme tra paesi (uniche stime OCSE) e perché alcune di queste risorse sono dubbie in quanto impegnate a fronte di impegni futuri (e.g. fondi pensione..) .. E comunque è il lordo che devi rifinanziare..

* Ma importante; per es. Giappone lordo: 204% Pil, netto 112%; Italia, 130%, netto 104% (OCSE)

Il debito pubblico

2) Nel debito pubblico non dovremmo considerare anche gli impegni **non finanziati** che il settore pubblico ha preso nei confronti del privato?

- Per esempio, prestazioni nel campo sanitario o pensionistico **promesse ma non finanziati** dagli esborsi futuri previsti..
- Oppure, il debito (moltiplicato per il relativo rischio) delle **istituzioni finanziarie private** visto che in caso di default lo stato dovrebbe comunque intervenire per salvarle..

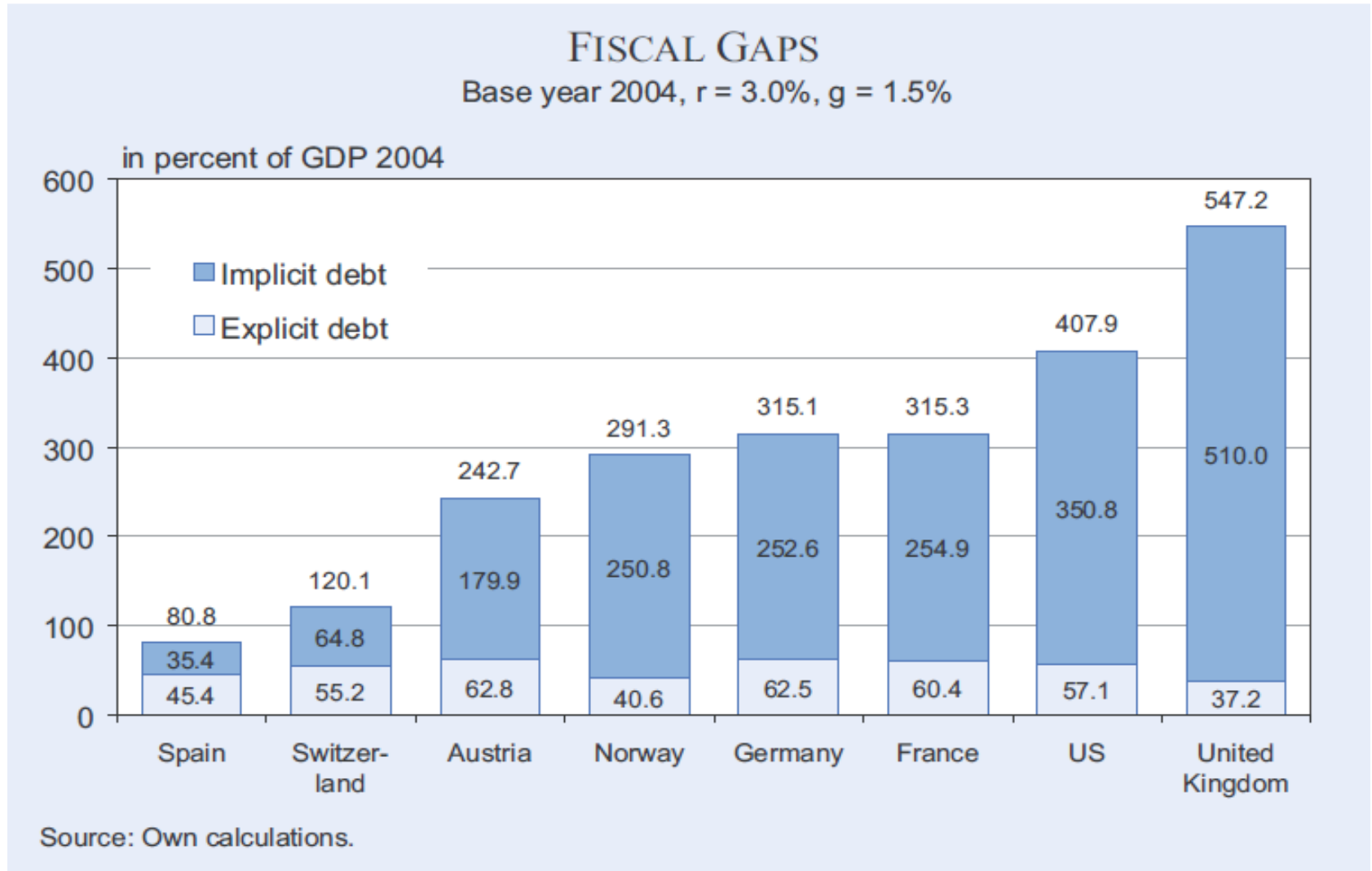
Il debito pubblico

* Esercizi di *generational accounting* (valore attualizzato al presente di tutte le spese previste dal governo nel campo sanitario e pensionistico meno tutte le entrate) ci pongono generalmente in condizioni migliori di altri paesi.. (IMF)

* **Stime** (ovviamente) **controverse** perché dipendono da assunzioni su crescita, invecchiamento popolazione, domanda servizi, tasso di sconto etc. Ma utili, comunque per capire situazione.

* Es. Hagist et als, (2009), Dice

Il debito pubblico secondo la GA



Le imposte necessarie

Table 4

Revenue gaps and sustainable tax quotas, in %

	ESP	CH	AUT	NOR	GER	FR	US	UK
Necessary enhancement/ revenue gap	3.0	5.3	7.0	10.2	14.6	9.0	13.2	19.2
Sustainable tax quota	42.2	30.3	56.3	64.0	55.7	57.3	41.9	55.2

Source: Own calculations.

Il debito pubblico

*L'Italia è **messa meglio** perché, nonostante l'invecchiamento della popolazione, 1) abbiamo riformato pesantemente il sistema pensionistico; 2) la spesa sanitaria è più bassa, e più sotto controllo che altrove; 3) a parte sanità e pensioni non abbiamo altro stato sociale;

- Perché i mercati non ne **tengono conto** nel valutare la situazione finanziaria dei diversi paesi? Miopia, calcoli complicati, maggiore fiducia nelle classi dirigenti degli altri stati di risolvere i problemi?

Chi detiene il debito pubblico italiano?

* torniamo al debito pubblico italiano come misurato dai dati ufficiali;

* chi presta i soldi allo stato italiano?

Chi detiene il debito pubblico italiano

Ripartizione per categorie di detentori del **debito pubblico** italiano (dati marzo 2012)

	DEBITO COMPLESSIVO DETENUTO	IN PERCENTUALE	DEBITO DETENUTO IN BOND	IN PERCENTUALE
BANCHE E ISTITUZIONI FINANZIARIE	893.795	45,92	630.776	39,13
PRIVATI (FAMIGLIE E IMPRESE)	275.751	14,17	246.122	15,27
BANCA D'ITALIA	92.103	4,73	92.044	5,71
TOTALE ITALIA	1.261.649	64,83	968.942	60,11
DETENTORI ESTERI	684.766	35,18	668.839	41,49
TOTALE DEBITO	1.946.235	0	1.611.960	

Fonte: Banca d'Italia (in milioni di euro)

Chi detiene il debito pubblico

*Negli ultimi anni è **umentata la quota detenuta dai residenti**; I detentori esteri di titoli italiani erano il 60% nel 2008, il 50% nel 2010; nel 2012 sono scesi al 40%, stabili da allora.

- Tra questi detentori esteri ci sono anche i contributi italiani per salvataggio paesi EMU (ESM + prestiti), circa 50 mld .
- Nell' ultimo anno (2013) si è ridotta la percentuale famiglie e **umentata quella delle Banche italiane che ora detengono circa il 50%** del debito italiano.

La sostenibilità del debito pubblico: il rapporto D/Y

- Il valore del debito in assoluto non ha ovviamente significato.. dipende se lo si può ripagare.
- Tipicamente, si usa il **rapporto debito sul PIL**, (cioè uno stock/ un flusso) perché il PIL (reddito complessivo prodotto da un Paese in un anno..) da un'indicazione delle risorse massime che lo stato può sollevare con le **imposte** per ripagare il debito..

La sostenibilità debito pubblico: il rapporto D/Y

- Giusto o sbagliato? C'è chi sostiene che dovremmo usare invece la **ricchezza privata** (e.g. Marco Fortis) ..per es, il nostro ex ministro Tremonti..
- .. Ovvio perché.. gli italiani hanno molta più ricchezza che reddito e lo hanno di più rispetto agli altri..

La ricchezza degli italiani

Tab. A1. *La ricchezza delle famiglie in Italia, 1965-2010 (prezzi 2010)*

Anni	Ricchezza netta (miliardi di euro) (*)	Ricchezza netta pro capite (euro)	Ricchezza netta pro capite al netto del debito pubblico (euro)	Ricchezza su PIL	Ricchezza al netto del debito pubblico su PIL
1965	1.137	21.875	19.128	2,7	2,4
1970	1.619	30.176	25.739	2,8	2,4
1975	2.462	44.298	36.829	3,5	2,9
1980	3.324	58.875	49.606	3,7	3,1
1985	3.275	57.736	43.462	3,3	2,5
1990	5.143	90.645	69.886	4,2	3,2
1995	6.007	105.683	77.833	4,4	3,2
1996	6.172	108.518	80.236	4,4	3,3
1997	6.616	116.267	87.785	4,6	3,5
1998	6.937	121.903	93.533	4,7	3,6
1999	7.132	125.289	96.644	4,9	3,7
2000	7.352	129.071	100.742	4,9	3,8
2001	7.356	129.072	100.594	4,8	3,7
2002	7.635	133.198	105.079	4,9	3,8
2003	7.874	136.020	108.413	5,0	4,0
2004	8.207	140.375	112.536	5,1	4,1
2005	8.591	146.225	117.706	5,3	4,3
2006	8.860	149.841	120.719	5,4	4,4
2007	8.925	149.696	121.054	5,5	4,4
2008	8.787	146.347	117.563	5,3	4,2
2009	8.767	145.288	115.445	5,7	4,5
2010	8.638	142.481	112.085	5,6	4,4

(*) Per il periodo 1995-2010, elaborazioni su dati Banca d'Italia [2011]; per gli anni precedenti elaborazioni su stime Cannari e D'Alessio [2006].

La ricchezza privata (BI, 2013)

Tav. 1 – Ricchezza totale netta
(in rapporto al reddito disponibile; anno 2010)

	attività finanziarie	attività reali ⁽¹⁾	passività finanziarie	ricchezza netta
Italia	3.42	5.51	0.86	8.07
Francia	3.01	5.56	0.94	7.63
Germania	2.74	3.42	0.90	5.26
Area dell'euro	3.09	n.d.	1.10	n.d.
Regno Unito	4.42	5.02	1.51	7.93
Stati Uniti	4.39	2.08	1.19	5.28

Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia; BCE, Eurostat e Ocse per i restanti paesi dell'area dell'euro; Bank of England e ONS per il Regno Unito; Federal Reserve System e BEA per gli Stati Uniti.

(1) Il dato per la Germania si riferisce al 2008.

La sostenibilità debito pubblico

- Ma non è chiaro perché..almeno che non si intenda che in caso di necessità questa ricchezza possa essere **tassata** per finanziare il debito...
- ma ci sono problemi (su cui torno..) per tassare le ricchezza.. Non è detto che questa ricchezza sia ancora lì se proviamo a tassarla..

La sostenibilità debito pubblico

- Quello che è vero è che la gestione macroeconomica è più difficile quando oltre ai **debiti pubblici** si aggiungono **debiti privati**..
- La crisi del 2008 è stata generata dai debiti privati (che poi sono diventati pubblici), non dai debiti pubblici.
- La situazione patrimoniale delle famiglie italiane è (ancora) migliore di quella di altri paesi.

La sostenibilità debito pubblico

- Supponiamo allora che sia D/Y l'indicatore giusto di sostenibilità del debito.. **Esiste un rapporto D/Y tale per cui il debito non è più sostenibile?**

La sostenibilità debito pubblico

- La risposta non è chiara ne concettualmente ne empiricamente.
- Molto dipende se il debito è in **valuta nazionale** o straniera; se nazionale, in un certo senso, qualunque rapporto è sostenibile perché uno stato può sempre decidere di **monetizzare** il debito tramite la propria banca nazionale.

La sostenibilità debito pubblico

- C'è certo un **rischio di inflazione** (tanta moneta a caccia degli stessi beni..), che può spingere gli investitori a chiedere tassi di interessi **nominali** più elevati;
- ma non di default..(il che non significa tuttavia che uno stato anche sovrano **non possa decidere di non restituire il proprio debito**, piuttosto che scatenare un'ondata infazionistica..).

La sostenibilità debito pubblico

- Diverso il caso del debito in **valuta straniera**; qui lo stato può effettivamente essere costretto a fare default sul proprio debito (Argentina);
- Il nostro debito è in Euro: l'Euro è una valuta **nazionale o straniera?**
- L'Italia (e ogni paese dell'EMU) non è completamente **sovrano** sulla propria moneta che è co-gestita tramite la BCE con gli altri paesi

La sostenibilità debito pubblico

- Una monetizzazione (parziale o totale) del debito dei Paesi europei da parte della BCE potrebbe determinare dei **trasferimenti** tra i diversi Paesi Europei (direttamente o indirettamente) a cui i paesi messi meglio si oppongono.
- Ciò ha reso difficile per la BCE svolgere il suo ruolo di “prestatore di ultima istanza” generando la crisi dell’Euro; I mercati si sono calmati (per ora) solo quando Draghi è riuscito a lanciare le OMT (Outright Monetary Transactions).

La sostenibilità debito pubblico

- Ma supponiamo pure che il debito sia sostenibile: un alto debito pubblico (sul PIL) ha **effetti negativi** sull'economia ? (i.e. spiazzamento investimenti privati)
- Non ovvio: chiara **correlazione negativa** tra crescita e debito nei paesi; più alto debito meno crescita
- Ma cosa determina l'altro? E' la bassa crescita che genera più debito o è il debito che genera bassa crescita?

La sostenibilità debito pubblico

- Ampio dibattito nella letteratura (Rogoff & Reinhard, 2012 – Krugman, 2013). Inconclusivo.
- Nel caso italiano, difficile negare che il rapporto causale vada soprattutto da meno crescita a più debito;
- In tutti i casi, un alto debito pubblico su PIL rende un Paese fragile nel senso di essere **fortemente dipendente** da variazioni nei tassi di interesse.. La dinamica di D/Y

La dinamica del rapporto D/Y

$$(1) \frac{dD}{dt} = S - E + iD;$$

$$(2) \frac{d(D/Y)}{dt} = \frac{dD}{dt}/Y - (dY/dt)D/Y^2$$

$$(3) \frac{d(D/Y)}{dt} = (S - E + iD)/Y - (dY/dt)D/Y^2$$

definisci

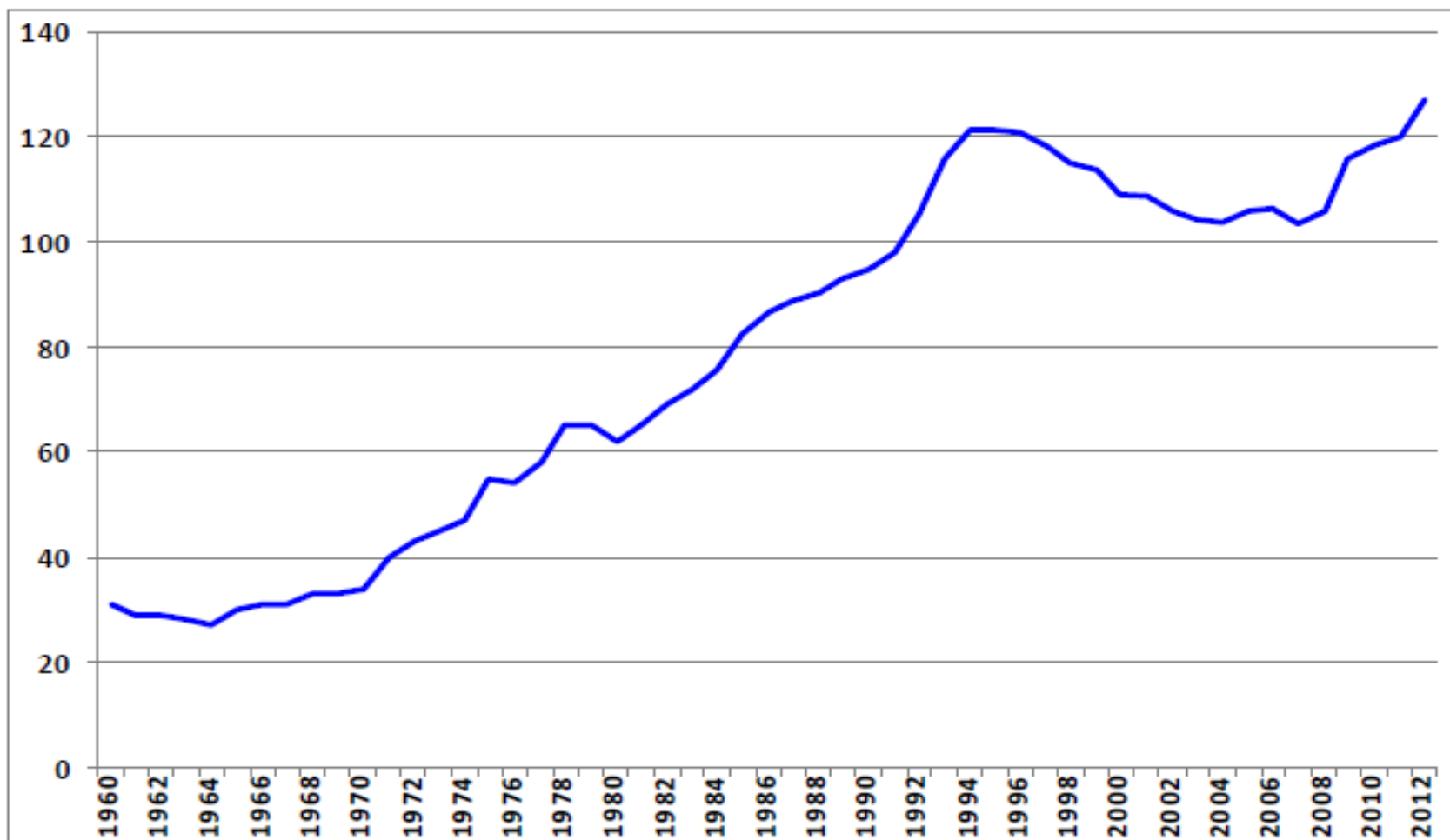
$a = (E - S)/Y$ **avanzo primario** sul PIL; $d = D/Y$ rapporto debito pubblico su PIL; $g = (dY/dt)/Y$ **tasso di crescita** del PIL nominale;

$$(4) \frac{d(D/Y)}{dt} = \frac{dd}{dt} = -a + d(i - g)$$

I numeri

La crescita del debito

Rapporto debito pubblico/PIL



Fonte: Banca d'Italia, Istat e Relazione unificata 2012

La crescita del debito

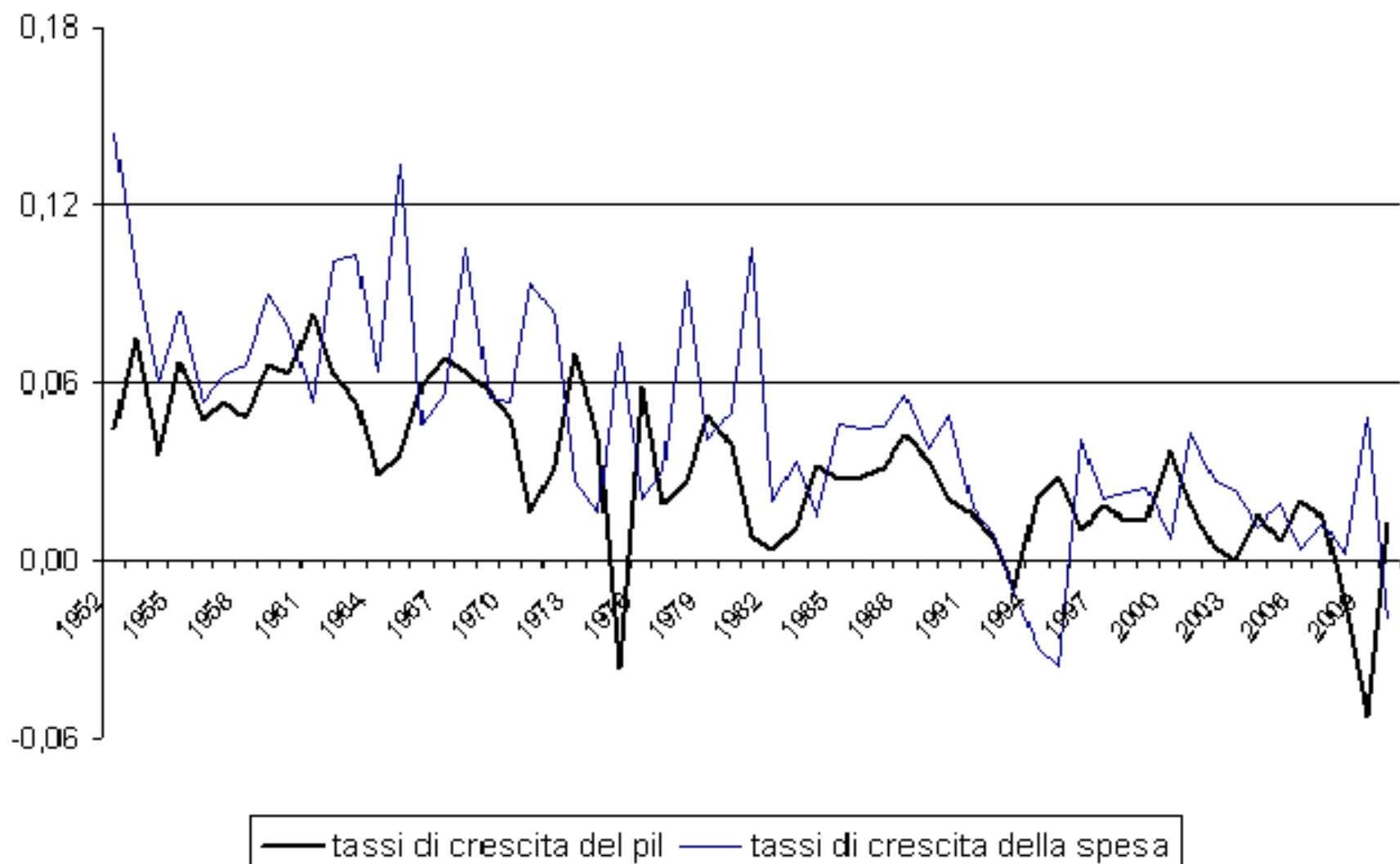
- Forte crescita a partire dal 1980 fino al 1992; il debito raddoppia (da 60 a 120) in poco più di un decennio;
- Consolidamento a partire dal 1992;
- Decrescita a partire dal 1998 fino al 2007;
- Forte crescita a partire dal 2008;

--- Perché?

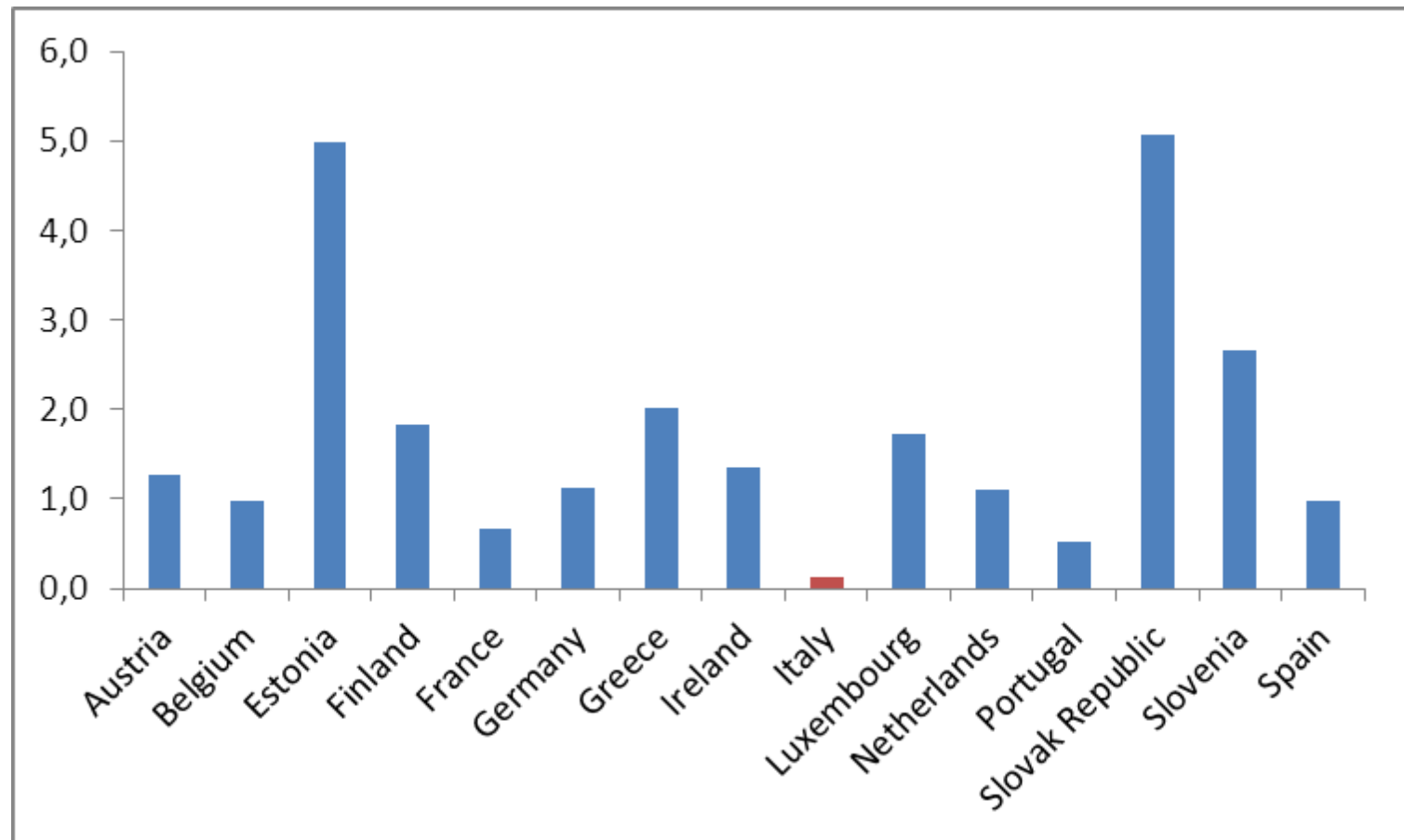
La crescita del debito

- Divorzio Banca d'Italia – Tesoro 1981;
- Tassi di interessi reali **positivi** negli anni '80;
- Perdita di controllo finanze pubblica;
- **Riduzione tasso di crescita;**
- Liberalizzazione movimenti di capitale, 1990;
- Crisi 1992 e rincorsa verso Maastricht 1992-97;
- **Riduzione tasso di crescita;**
- Il dividendo dell'Euro 1998-2007;
- La crisi internazionale 2008-2009;
- La crisi dell'Euro; 2011-12;
- **Riduzione tasso di crescita**

Tassi annui di crescita del PIL e della spesa in termini reali, dal 1952 al 2010



**Fig. 5 Tasso medio annuo di crescita del PIL pro-capite:
paesi dell'Eurozona (1999-2010)**

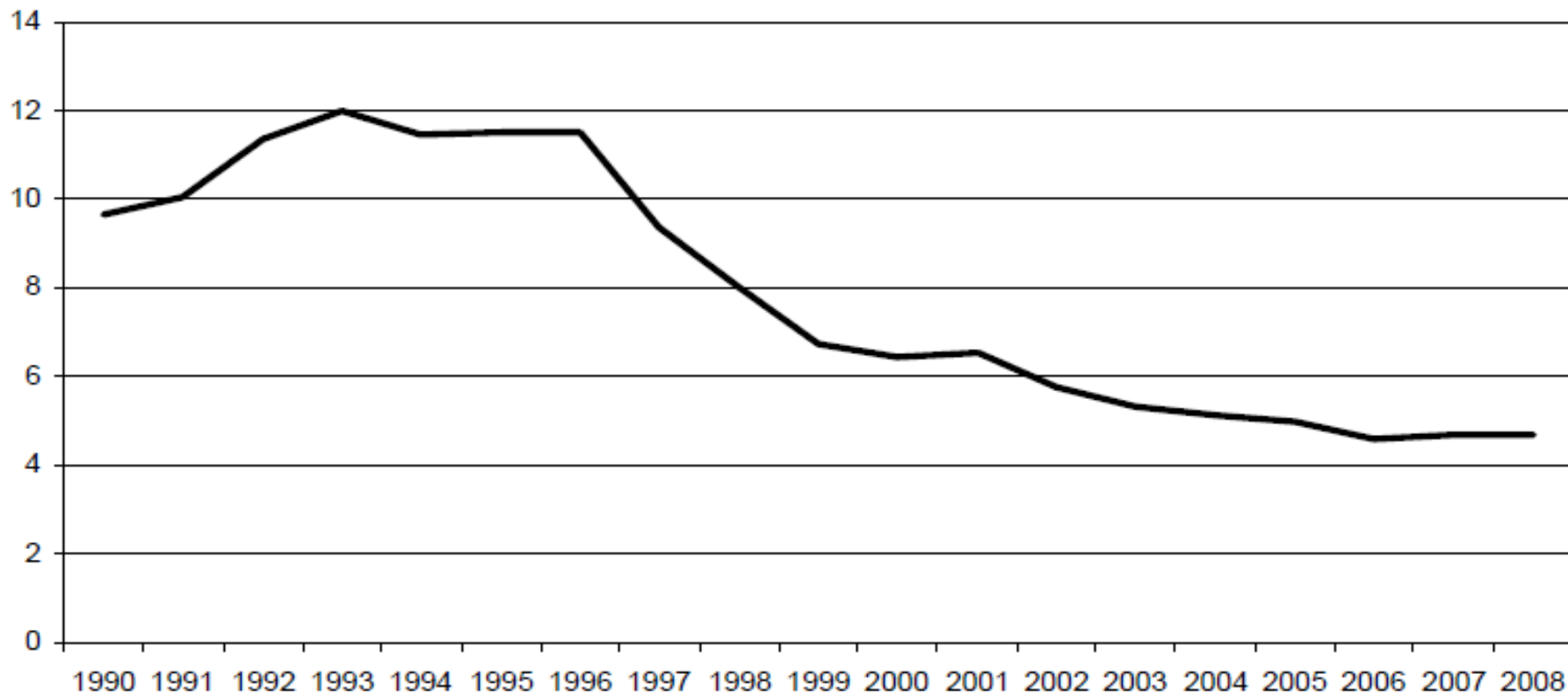


Il debito pubblico (in % del PIL)

	1982	1990	1995	1997	2005	2010
Belgio	99,3	124,7	129,9	122,3	92,1	96,8
Danimarca	60,0	57,7	72,5	65,2	37,1	43,6
Francia	25,3	34,9	55,5	59,3	66,4	81,7
Germania	38,7	43,5	55,6	59,7	68,0	83,2
Grecia	37,3	89,0	97,0	96,6	100,0	142,8
Irlanda	83,1	92,4	82,1	64,3	27,6	96,2
Italia	64,7	97,2	121,5	118,1	105,8	119,1
Olanda	54,2	75,6	76,1	68,2	51,8	62,7
Portogallo	48,4	63,7	61,0	56,1	63,6	93,0
U.K.	53,9	35,0	50,8	49,8	42,2	80,0
Spagna	25,6	43,5	63,3	66,1	43,0	60,1
Svezia	56,8	42,1	72,2	71,0	50,8	39,8
Area Euro	42,3	58,0	72,7	73,8	70,0	85,4
Canada	69,2	94,7	101,6	96,3	71,6	84,2
USA	49,8	67,2	70,6	67,3	61,4	93,6

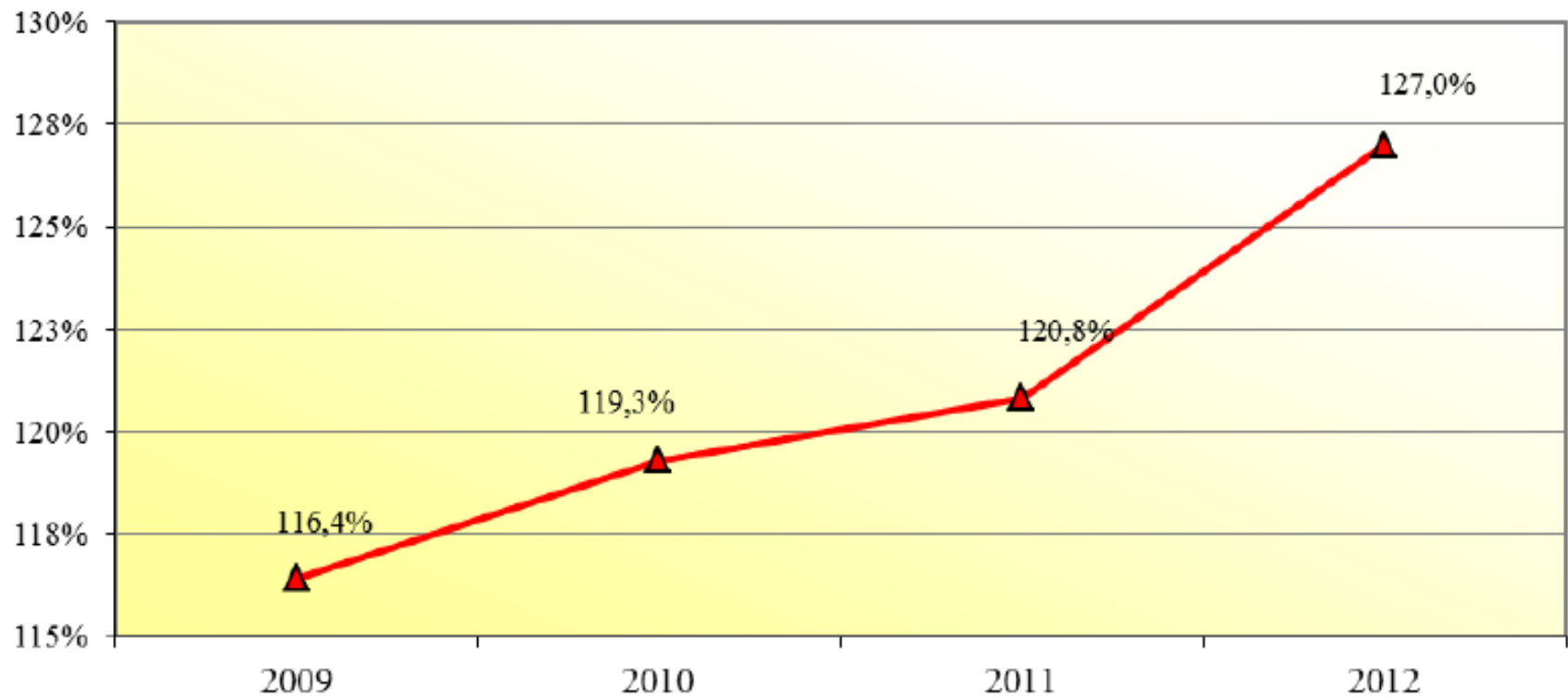
Il dividendo di Maastricht: la Spesa di interessi sul PIL

Spesa per interessi



Il debito pubblico

Andamento del rapporto Debito Pubblico/PIL



La dinamica del PIL italiano (reale)

2008 -1,4%

2009 -5,1%

2010 +1,3%

2011 +0,4%

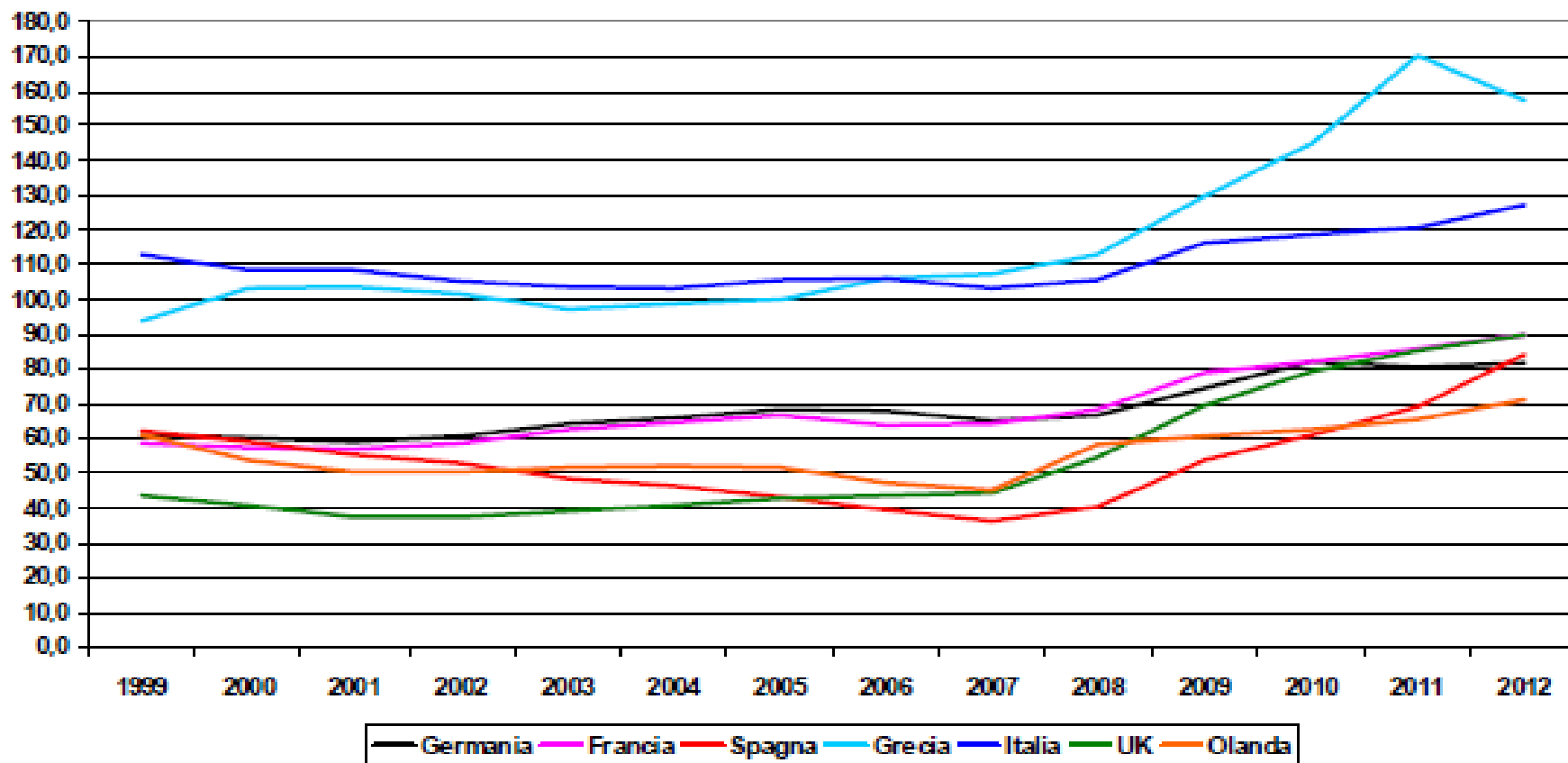
2012 -2,4%

2013 -1,7%

2014 +1% (previsione)

La crescita recente del debito: non solo un problema nostro

Rapporto debito (lordo) Pil



Qual'è la situazione oggi e quali sono le prospettive?

- Lo **spread** tra Bund e BTP è ancora di 100 punti superiore al periodo pre crisi (250 invece di 150) dopo aver raggiunto i 550 punti nel momento di massima crisi (novembre 2011) ;
- Nonostante la crescita del rapporto D/Y gli interventi della BCE hanno fortemente **ridotto il costo medio del debito italiano.**
- Nel 2013 il tasso di interesse medio dei collocamenti titoli in Italia è al 2,17% (0,90% Bot , 3,3% scadenze più lunghe), in diminuzione dal 3,17% del 2012. E' il **più basso tasso nominale di sempre, anche se si applica solo ai titoli rinnovati nel 2013.**

Qual'è la situazione oggi e quali sono le prospettive?

-In Italia prossimo anno pil nominale poco sopra il 2% , costo medio poco sopra il 3,5%, debito su Pil attorno al 130%, dunque:

$$a^* = d(i-g) = 1.3 \times (3,7 - 2,1) = 2,4$$

-Che è più o meno **l'avanzo primario** previsto nel 2013; ecco perché il debito dovrebbe rimanere **stabile** nel 2014 e in lieve **riduzione** negli anni successivi (il DEF).

- Ma **situazione fragile**: dipende da **crescita e tassi di interesse**; che a loro volta **dipendono da evoluzione unione monetaria**;

Come ne usciamo?

1. Tagliamo la spesa pubblica..

- La spesa pubblica è **inefficiente e va riformata**; ma, tolte le pensioni e gli interessi sul debito, in realtà spendiamo **MENO** di tutti altri paesi comparabili sia rispetto al PIL sia procapite;
- **risparmi possibili, ma limitati**. Ridurre la spesa su Pil del 5% in una legislatura già obiettivo ambizioso; la spesa si è già ridotta in termini **nominali di 10 mld** nel 2012-13;
- E tagli di spesa (se non accompagnati da riduzione imposte) hanno effetti recessivi sulla crescita; riducono il PIL e dunque rendono **MENO non più sostenibile** il debito;

2. Vendiamo il patrimonio pubblico..

- Il patrimonio pubblico è **enorme**, circa 1,8 mld di euro;
- Ma molto è **indisponibile**; oltretutto, più collocato tra le amministrazioni locali che centrali (gli enti locali dovrebbero essere costretti a vendere);
- Esperienze precedenti (Scip 1 e 2) non favorevoli;
- Potremmo sicuramente **far meglio** sia in termini di valorizzazione (concessioni..) che privatizzazioni (lo stato pessimo imprenditore, ma il privato è persino peggio)
- Comunque limitato; gli amici economisti di Oltre Il declino, **circa 200 mld** in una legislatura..

3. Forte ripresa crescita economica

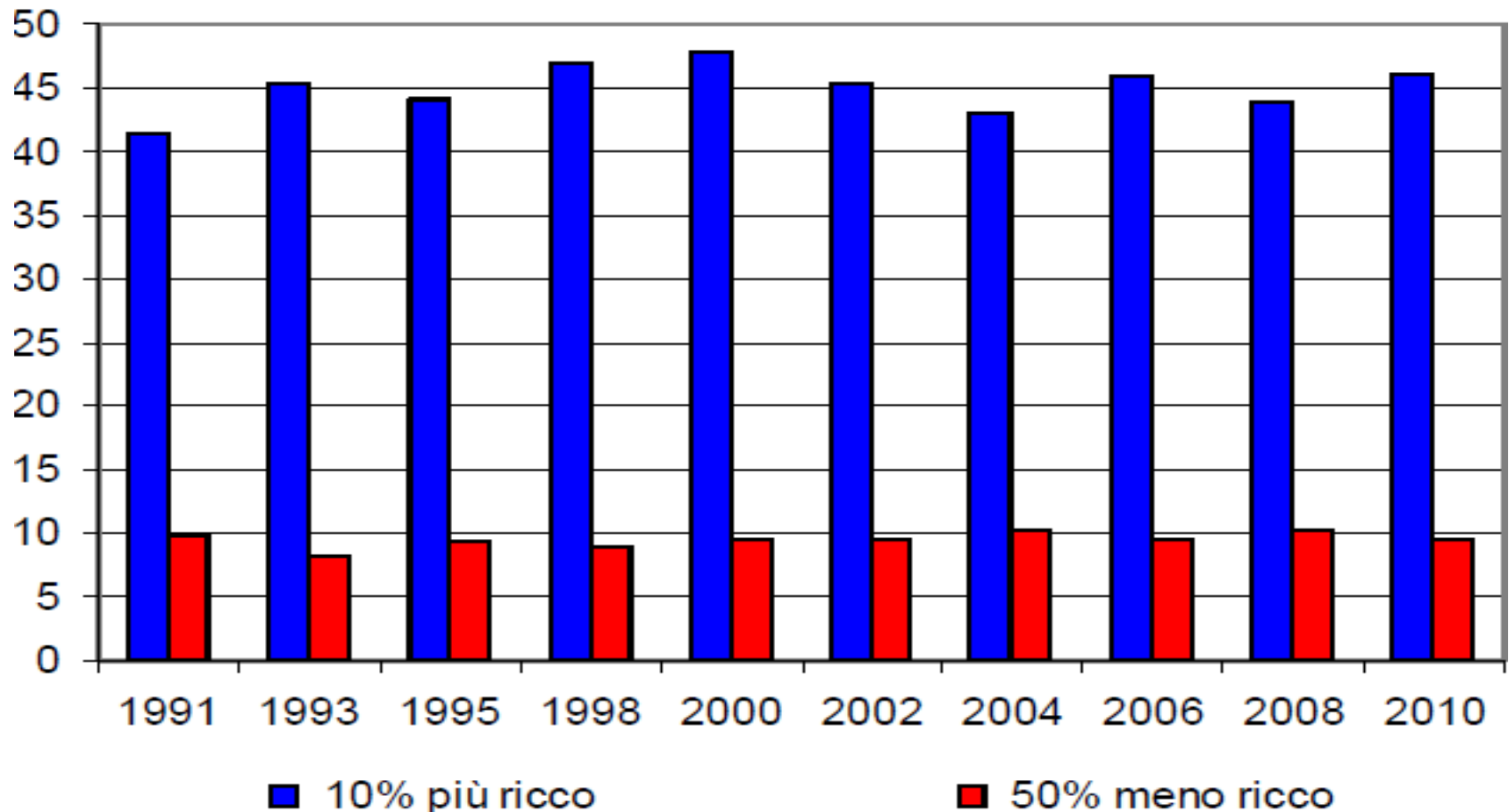
- Sarebbe **soluzione ideale**;
- La politica dell'Europa (di nuovo il risultato di una costruzione della federazione) ha imposto e continua a imporre una politica **eccessivamente deflazionistica**; **difficile riprendere a crescere all'interno dei vincoli imposti da UE**;
- Ma questo riguarda il **breve** periodo; nel medio/lungo periodo la crescita dipende dall'introduzione di **riforme strutturali** (giustizia, mercato del lavoro, del credito, scuola etc.);
- esiste un governo futuro con sufficiente autorità consenso e idee per imporre queste riforme?

4. Introduciamo una patrimoniale straordinaria sulla ricchezza..

- Idea che piace a sinistra, non solo radicale (Amato), ma che ultimamente è stata proposta anche dal FMI..
- Un'imposta del 10% su tutta la ricchezza privata in Italia ridurrebbe il debito di circa il 40%..
- Suona anche bene perché la ricchezza è distribuita in modo ineguale.. E dunque anche un'imposta proporzionale colpirebbe più i ricchi che i poveri..

La concentrazione della ricchezza

(a) per livelli di ricchezza netta



4. Introduciamo una patrimoniale..

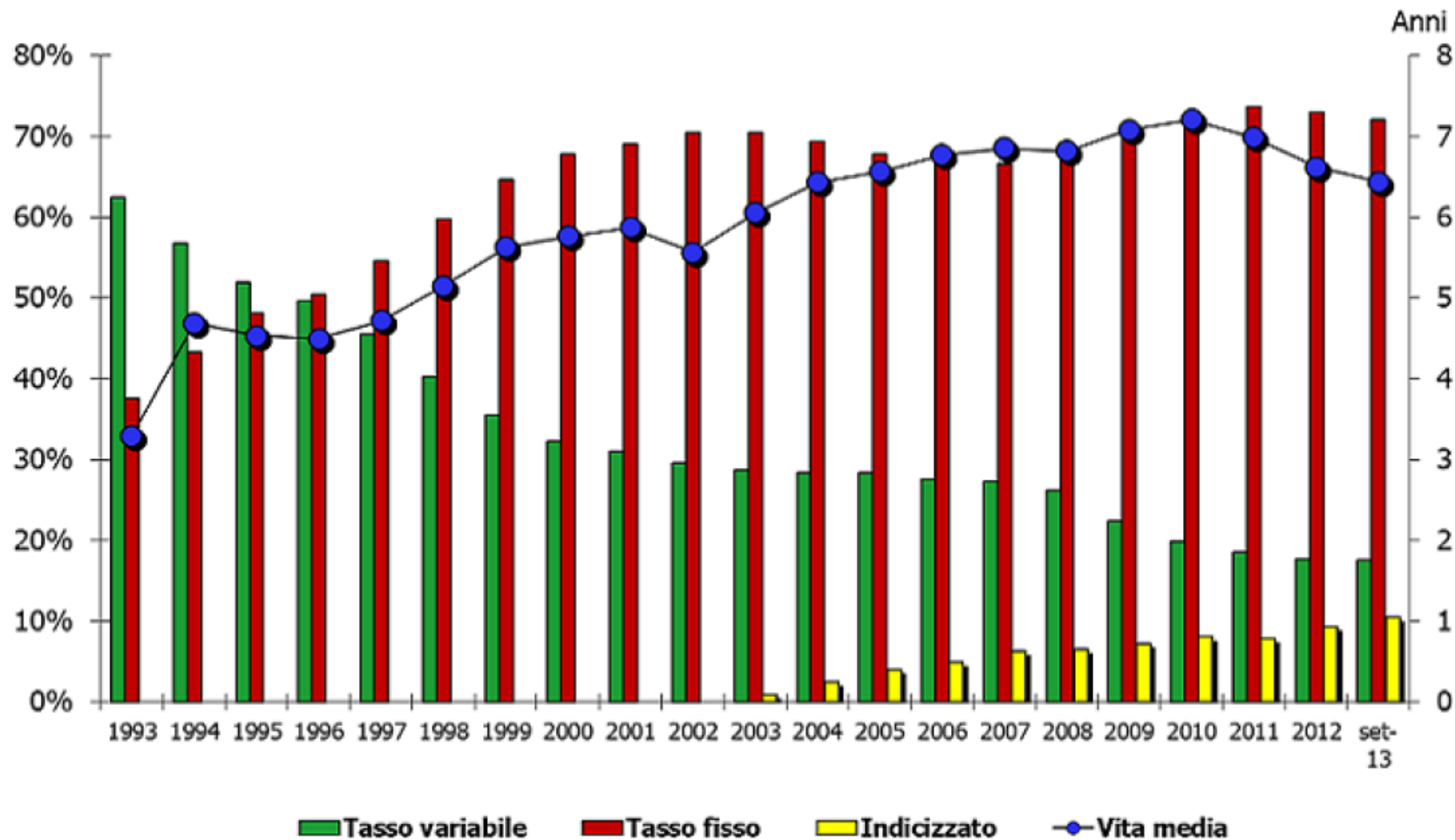
- Ma complicato:
- 1) Non sappiamo chi sono i ricchi (non c'è **un'anagrafe patrimoniale**) e i veri ricchi detengono la ricchezza tramite società di comodo, spesso straniere, e dunque non **potremmo introdurla selettivamente**;
- 2) Non è chiaro se la ricchezza sarebbe ancora lì, una volta che provate a tassarla, anticipazioni indurrebbero a fughe di capitali, il prezzo degli immobili crollerebbe, riducendo la ricchezza etc.
- 3) politicamente devastante, effetti sulle aspettative future dei risparmiatori..

5. Repressione finanziaria..

- **Costringiamo** il settore privato a detenere il debito pubblico a interessi reali negativi..
- Storicamente, è quello che abbiamo fatto: Reinhard, 2013.. La repressione finanziaria fino agli anni 80 ha consentito di ridurre il debito italiano del 5% all'anno..
- Sta in parte già succedendo; le banche sono in parte “**costrette**” a detenere i titoli italiani e i mercati finanziari si stanno rinazionalizzando (Gros, 2013)..
- Ma richiederebbe un bel pò in più di **inflazione e la reintroduzione di vincoli più robusti sui movimenti di capitale**, almeno per ora incompatibili con regole europee..

Il debito pubblico

EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA DEL DEBITO E VITA MEDIA



6. Non ripaghiamo più il debito..

- **Ristrutturiamo** il debito (introduciamo un hair cut, allunghiamo le scadenze, lo trasformiamo in parte in perpetuites etc.)
- Problema 1): il debito italiano è detenuto per il 50% dalle **banche italiane**; una ristrutturazione del debito ne determinerebbe **l'immediato fallimento**, costringendo lo stato a intervenire;
- Problema 2); nessuno ti presterebbe più soldi, almeno per un bel pò.
- **Restando** nell'Euro, questo richiederebbe una soluzione alla Grecia, con gli altri paesi che prestano i soldi per il periodo in cui l'accesso ai mercati è impossibile
- Problema 3) **Non funziona: siamo troppo grossi...**

7. Usciamo dall'Euro..

- Ridenominiamo **tutte le passività e attività in Euro-lire e lo restituiamo in Euro-lire**, svalutando la moneta..
- **Recuperiamo la sovranità monetaria** e monetizziamo il debito..
- Molti **fallirebbero e saremmo sanzionati**, ma potremmo finanziare il debito stampando moneta e con il crollo dell'UE potremmo reintrodurre vincoli sui capitali
- Problema 1; funziona ma solo perché genera un'ondata inflazionistica che distrugge i redditi fissi..
- Problema 2; I vantaggi della svalutazione della moneta sulla competitività sopravvalutati; funziona extra euro **ma salterebbe il mercato unico e gli altri paesi EU imporebbero tariffe;**

8. Se ne fa carico la BCE..

- Per esempio, assorbendo e trasformando il 30% del debito pubblico di tutti i paesi EMU in una perpetuità a interessi zero;
- Lasciando che cresca l'inflazione o emettendo un proprio titolo per drenare base monetaria;
- Wyplocz, 2013;
- Per il momento improponibile, visto che **imporrebbe una mutualizzazione (di parte dei) debiti nazionali;**
- Ma se la situazione dovesse peggiorare improvvisamente, a fronte dei **costi** di una frattura dell'euro, chissà...

Che succederà?

1. Soluzioni traumatiche.. (ancora bassa probabilità)

- a) Vista l'instabilità politica e la recessione continua, in Italia o in un altro Paese (Francia?) **vince un partito anti-europa, crolla la area euro**, noi usciamo unilateralmente o collettivamente dall'Euro e **ristrutturiamo il debito**, con i costi già visti (Moody, 2013, 30% di probabilità nei prossimi 5 anni);

- a) Visto la crisi dell'area euro, l'aumento per tutti I paesi dei debiti e i costi per tutti di un fallimento, si accetta la **possibilità di una monetizzazione del debito** da parte della BCE e si trovano soluzioni più avanzate come federazione europea (unione politica); **scambio politico tra mutualizzazione debiti, cessione di sovranità a Bruxelles.**

Che succederà?

1. Soluzioni meno traumatiche..

- a) Combinazione tra controlli stretti finanze pubbliche, qualche privatizzazione del patrimonio, un pò di repressione finanziaria, sotto la tutela della BCE che garantisce tassi di interesse bassi e un pò più di inflazione...
- b) Progresso molto lungo verso la soluzione del problema del debito;
- c) Problema 1: Nessuno ha mai testato gli OMT
- d) Problema 2: Senza crescita, difficilmente sostenibile, economicamente e politicamente. Ma la crescita dipende da mutati orientamenti europei e soprattutto da noi.