

BRIGHTSIDE CAPITAL

“BUONANOTTE FIORELLINO”



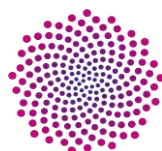
(foto: *Downhill*, film muto, 1927)

*Buonanotte, buonanotte amore mio
buonanotte tra il telefono e il cielo
ti ringrazio per avermi stupito
e per avermi giurato che è vero
il granturco nei campi è maturo
ed ho tanto bisogno di te
la coperta è gelata e l'estate è finita
buonanotte, questa notte è per te*

F. De Gregori, Buonanotte fiorellino

*«Ed ecco come muore una civiltà, senza seccature, senza pericoli né drammi e con pochissimo spargimento di sangue, una civiltà muore semplicemente per stanchezza, per disgusto di sé.»
(Michel Houellebecq, Serotonina)*

Con lo scritto di oggi ci focalizziamo sulle diverse cause del declino italiano. Lo spunto ce lo dà l'uscita a pochi mesi di distanza di due libri che ne firmano due diagnosi quasi opposte. Il primo



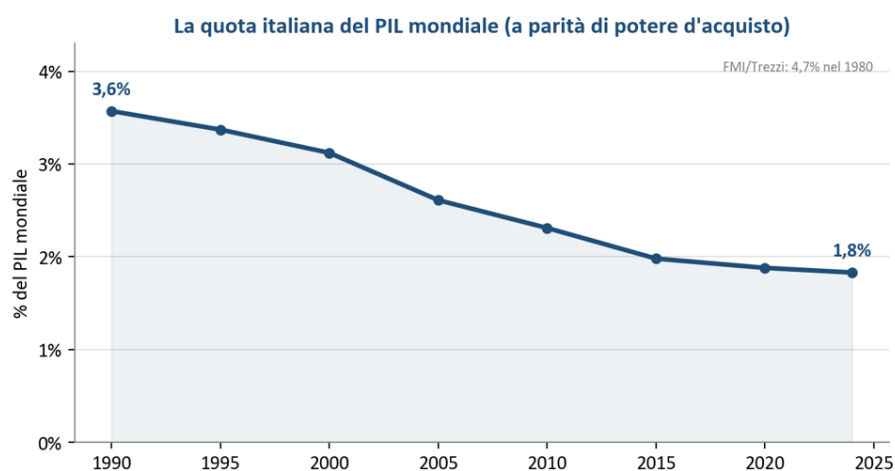
BRIGHTSIDE CAPITAL

è *Fotografia di un declino* di Riccardo Trezzi e Guido Ascari, due economisti con esperienza nelle grandi banche centrali, la Federal Reserve e la Banca centrale europea. Il secondo è *Eurosuicidio* di Gabriele Guzzi, giovane economista, già consulente a Palazzo Chigi, con prefazione di Lucio Caracciolo. Il primo misura il declino con strumenti ortodossi e assolve la moneta unica; il secondo riconosce tra le cause proprio quella moneta. Questa Side View nasce dal loro combinato disposto, perché è nella distanza tra le due letture che si nasconde la cosa più interessante.

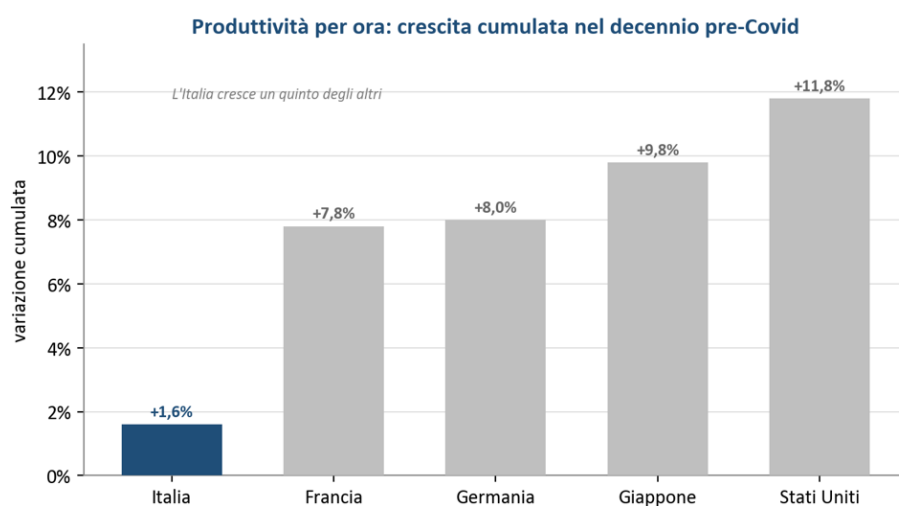
La fotografia

Occorre partire da ciò su cui i due libri convergono: l'Italia è in declino, il declino è reale, misurabile, e dura da circa trent'anni. Trezzi e Ascari lo documentano con una pazienza che non lascia margini di consolazione. La quota italiana del prodotto interno lordo mondiale, calcolata a parità di potere d'acquisto, è scesa dal 4,7% del 1980 a meno del 2% di oggi, e la sola serie omogenea della Banca Mondiale la vede arretrare dal 3,6% del 1990 all'1,8% del 2024. Non è soltanto l'effetto aritmetico della crescita altrui, dell'ingresso della Cina e dei grandi emergenti nella ricchezza globale: è anche una perdita di passo assoluta.

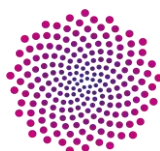
La produttività, che è il cuore della diagnosi, racconta la stessa storia con maggiore crudezza. Nel decennio precedente la pandemia, la produttività oraria italiana è cresciuta in tutto dell'1,6%, contro il 7,8% della Francia, l'8 della Germania, il 9,8 del



Fonte: Trezzi-Ascari, «Fotografia di un declino» (Fig. 1.2; quota mondiale su dati FMI, 4,7% nel 1980 → 1,8% nel 2024; serie su dati World Bank). Elaborazione originale.



Fonte: Trezzi-Ascari, «Fotografia di un declino» (cap. 1). Elaborazione grafica originale.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Giappone e l'11,8 degli Stati Uniti: **un lavoratore italiano produce oggi più o meno come a inizio anni Duemila, come se il tempo si fosse fermato**¹. E il divario cumulato rispetto alla frontiera tecnologica, una ventina di punti a metà degli anni Ottanta, sfiora oggi i centocinquanta.

A questa diagnosi macro Trezzi e Ascari affiancano una radiografia demografica che, come abbiamo già visto in una precedente Side Views ([Childless dystopia](#)), è insieme causa e sintomo². I nati in Italia sono stati meno di 370.000 nel 2024, contro gli oltre 526.000 della metà degli anni Novanta e il milione abbondante del picco del 1964; il tasso di fecondità è inchiodato a 1,18 figli per donna, molto sotto la soglia di sostituzione di 2,1; i residenti sono scesi sotto i 59 milioni, con una proiezione che porta verso i 50 milioni a fine secolo. Il sistema previdenziale, costruito quando i lavoratori erano molti e gli anziani pochi, diventa così l'emblema di **un conflitto silenzioso tra le generazioni**, perché i giovani che entrano nel mercato del lavoro non bastano a sostituire chi esce.

C'è poi il capitolo delle cause profonde.

Gli autori parlano di un'Italia diventata un **“paradiso delle rendite”**, di un capitalismo di relazione in cui la posizione conta più dell'efficienza, di un'innovazione asfittica, con appena l'8% delle imprese che adotta strumenti di intelligenza artificiale contro un quarto delle imprese americane, di un ambiente

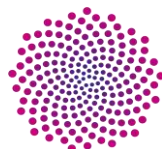
per fare impresa che ci colloca intorno al cinquantottesimo posto nelle classifiche internazionali. E denunciano la deriva fiscale recente: il combinato di Superbonus e altre misure che ha bruciato centinaia di miliardi senza lasciare crescita strutturale, in un paese il cui debito pubblico viaggia intorno al 135% del prodotto, secondo nell'Unione solo a quello greco.



Fonte: Trezzi-Ascari, «Fotografia di un declino» (Fig. 8.1: dati Banca d'Italia/OCPI/AMECO). Elaborazione originale.

¹ Cfr. Trezzi, R., Ascari, G., op. cit.

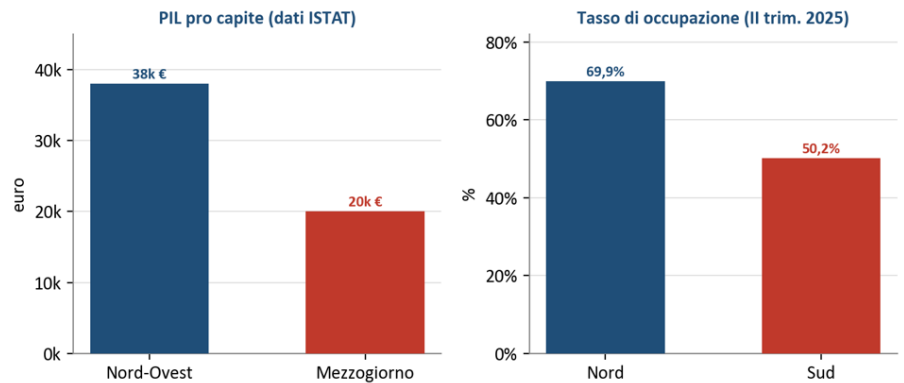
² Cfr. Moretti G., *Childless dystopia*, in Side Views, brightside-capital.com, 14.12.2025.



BRIGHTSIDE CAPITAL

La stessa Italia in caduta libera, tuttavia, resta la seconda manifattura d'Europa, esporta per oltre 600 miliardi l'anno, ovvero quasi un terzo del proprio PIL, custodisce la più alta concentrazione di siti UNESCO al mondo, e soprattutto siede su una ricchezza privata delle famiglie che sfiora gli 11.300 miliardi, più di cinque volte il PIL annuo. È un paese che, nella formula efficace degli autori, «prospera nonostante sé stesso». La fotografia, a ben guardare, mostra un malato benestante: patrimonio enorme, reddito in affanno, futuro ipotecato. E un divario interno che resta una ferita aperta, con un Mezzogiorno il cui prodotto pro-capite è poco più della metà di quello del Nord e il cui tasso di occupazione, intorno al 50 per cento, sta 20 punti sotto quello settentrionale.

Il divario Nord-Sud



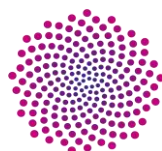
Fonte: Trezzi-Ascari, «Fotografia di un declino» (Fig. 9.2 e cap. 9; dati ISTAT). Elaborazione originale.

La didascalia mancante

Per Trezzi e Ascari, dunque, il declino italiano non ha cause esterne: nasce dallo **spegnersi simultaneo dei due motori della crescita, la demografia e la produttività**.

Ciò che viene tenuto fuori dal quadro, però, è la variabile che più di ogni altra ha definito gli ultimi trent'anni della storia economica italiana: la moneta. L'argomento degli autori è che, se l'euro fosse la causa del declino, nei dati dovremmo vedere una frattura netta intorno al suo ingresso, fra la fine degli anni Novanta e il 2002. Quella frattura non c'è. Il rallentamento della produttività comincia prima, già negli anni Ottanta, e prosegue uguale a sé stesso attraverso l'adozione della moneta unica, come se l'euro non fosse mai arrivato.

Gli autori mostrano anzi quanto sia facile lasciarsi ingannare dalle correlazioni: scegliendo le date a piacere, infatti, si potrebbe "dimostrare" che l'Italia è entrata nell'euro nel 1980, o che la Norvegia, che non vi è mai entrata, vi sia entrata nel 2005. **La tesi antieuro è perciò, per loro, "propaganda antisistema"**. È un argomento che va preso sul serio. Tuttavia, presuppone esattamente ciò che dovrebbe dimostrare: che la moneta sia un ambiente neutro, uno sfondo



BRIGHTSIDE CAPITAL

dentro cui le cause vere agiscono indisturbate, e non invece una struttura che plasma tutte le altre variabili, produttività compresa.

A demografia e produttività, il testo di Guzzi aggiunge un ulteriore fattore altrettanto interessante da valutare: la svalutazione/compressione dei salari come strumento di competitività data l'impossibilità di svalutare la valuta.

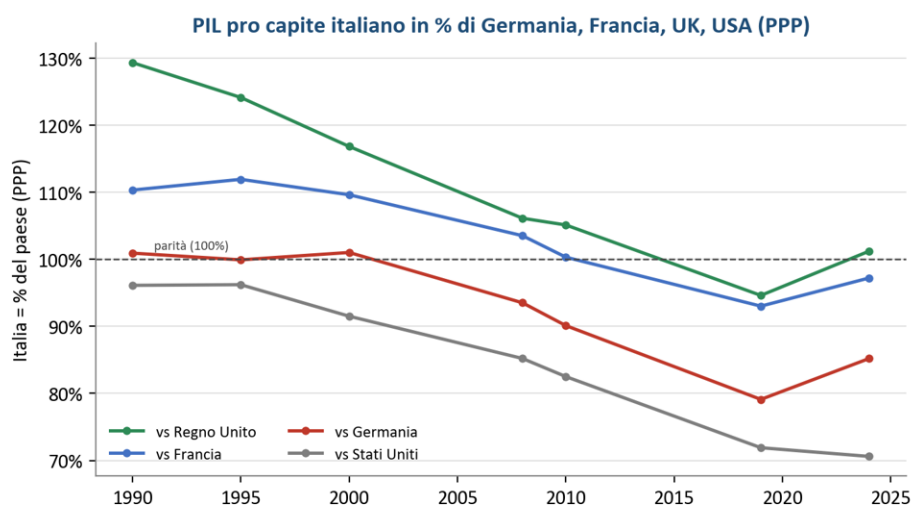
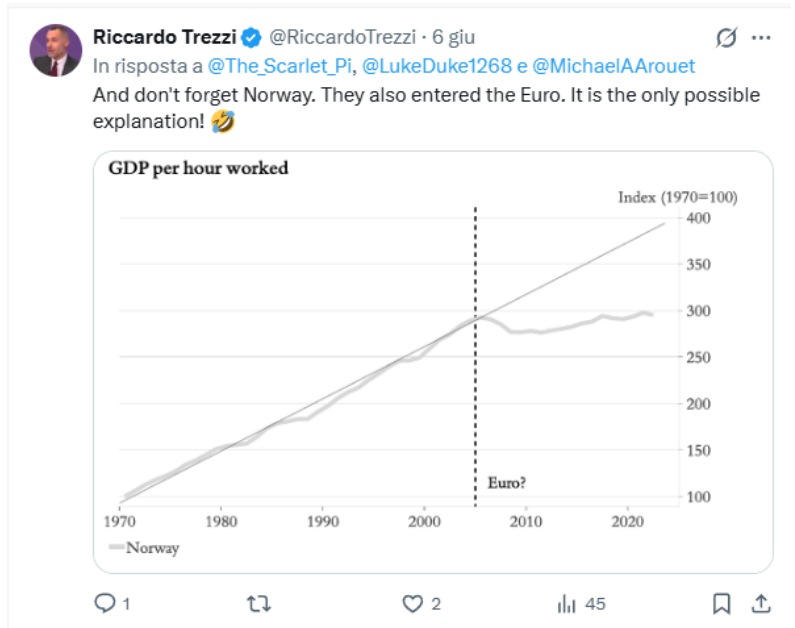
Guzzi data il declino italiano esattamente alla metà degli anni

Novanta, quando l'integrazione monetaria accelera verso il traguardo di Maastricht. È lo stesso tornante che Trezzi individua, letto però in direzione opposta.

Alla fine degli anni Ottanta, quando l'Italia compì il celebre sorpasso sul Regno Unito, il reddito pro capite italiano misurato a parità di potere d'acquisto sfiorava quello tedesco e superava il francese e il britannico; oggi è sceso intorno all'85% di quello tedesco e al 70% di quello statunitense, in una discesa che accompagna passo dopo passo gli anni dell'integrazione monetaria.

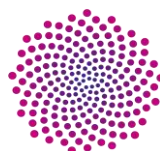
L'argomento di fondo è quello, classico e mai davvero confutato, dell'area valutaria non ottimale. Da Robert

Mundell in poi sappiamo che una moneta unica funziona soltanto là dove i fattori produttivi sono mobili e dove esistono trasferimenti fiscali capaci di assorbire gli shock che colpiscono un'area e non un'altra³. L'eurozona non possiede né l'una né l'altra cosa: il lavoratore campano non si trasferisce in Baviera come il lavoratore dell'Ohio si trasferisce in Texas, e



Dato di G. Guzzi, «Eurosucicidio» (i valori di fine anni '80 coincidono in PPP); serie su dati World Bank, PIL pro capite PPP. Elaborazione originale.

³ Cfr. Mundell, R.A., *A Theory of Optimum Currency Areas*, The American Economic Review, vol. 51 n. 4, settembre 1961.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Bruxelles non dispone di un bilancio federale che compensi le regioni in difficoltà. Quando lo shock arriva, e arriva sempre in modo asimmetrico, **il Paese che non può svalutare la moneta è costretto a svalutare i salari**, ovvero a deflazionare la propria domanda interna fino a recuperare competitività con la miseria. **Guzzi lo riassume in un'immagine suggestiva: l'Italia nell'euro corre "una maratona senza una gamba"**. La gamba amputata è la sovranità monetaria e del cambio⁴.

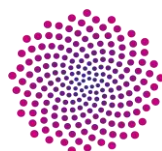
Proviamo a guardare la prospettiva opposta: su Limes, replicando proprio a un articolo sul tema di Guzzi, Giovanni La Torre ha sostenuto che **la svalutazione non era una gamba ma una stampella**: la "fata svalutazione" che, risolvendo di volta in volta i problemi di competitività con un colpo di cambio, avrebbe invece scoraggiato gli investimenti e l'innovazione, avviando essa stessa il declino. Inoltre, per un Paese che importa energia e materie prime, svalutare significa importare inflazione e comprimere i salari reali, una politica di bassi salari travestita da illusione monetaria⁵. L'argomento coglie un punto angolare del problema, perché la svalutazione è stata spesso un anestetico più che una cura.

AIRE e capitale umano, risparmi e patrimoni

Demografia, produttività, compressione dei salari per compensare l'impossibilità di effettuare aggiustamenti monetari, rimandano ad una prospettiva quantitativa che, come sa bene chi ci segue, rappresenta solo in parte il nostro modo di guardare alle cose. Non possiamo infatti lasciare da parte alcuni temi culturali che a loro volta pesano come macigni sul domani del Belpaese ancora più che sullo ieri. Parliamo di cultura partendo però da un numero: è dei giorni scorsi la notizia che il numero dei cittadini usciti dal Paese ha per la prima volta superato il numero degli stranieri residenti in Italia (5.5 milioni). Adesso che il *deus ex machina* dello "spread", che ha catalizzato le attenzioni e le fantasie dell'immaginario collettivo, sembra ormai domato (l'Italia non è più l'osservato speciale delle finanze europee e può stare nel gruppone europeo, "mal comune mezzo gaudio", dei super indebitati), forse vale la pena concentrarsi sullo spread che conta davvero cioè quello culturale: "esportare lauree per importare nel migliore dei casi licenze elementari" non può definirsi una strategia vincente al tempo di AI e di Knowledge economy, ma a nessuno sembra interessare troppo. Il Governo Renzi, con Padoan all'economia ci prova nel 2016 a portare i ragazzi a casa, con un tentativo sensato, creando il cosiddetto "regime impatriati", addirittura potenziato da Conte nel 2019,

⁴ Cfr. Guzzi, G., *Eurosuicidio*, Fazi, 2025.

⁵ Cfr. La Torre, G., *Non è la moneta unica la causa del nostro declino*, in Limes, 14.03.2024; Guzzi, G., *L'euro è la moneta del nostro declino. Possiamo uscirne?*, in Limes, 14.03.2024.

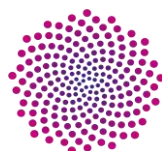
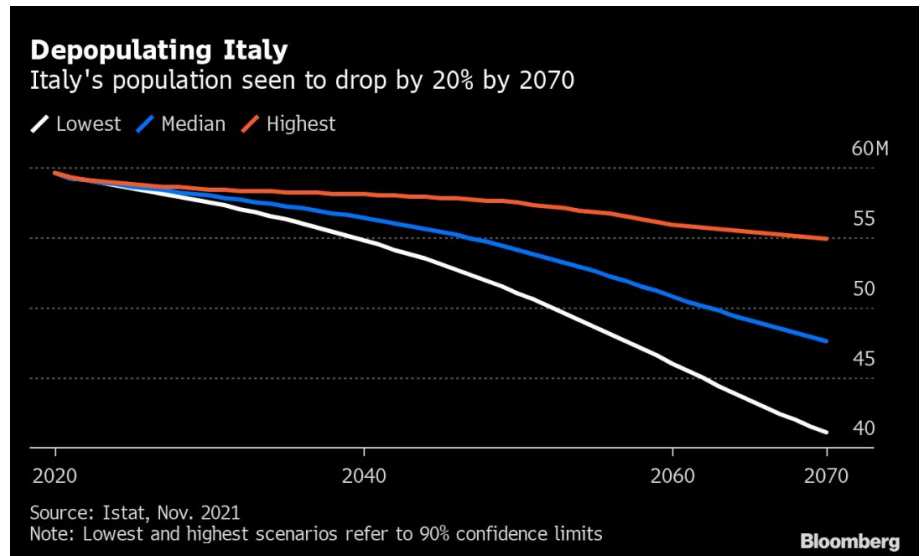


che in seguito, probabilmente schiacciato dalle logiche del *mors tua vita mea*, non trova più supporto con l'attuale Governo, più concentrato a sbraitare a vuoto sugli immigrati che a pensare agli impatriati, che ne svuota di senso e di efficacia la norma, riducendo le esenzioni, introducendo tetti, cancellando le maggiorazioni a

favore dei rientri al Sud che, evidentemente, non ne ha più bisogno, riducendone la durata, irrigidendo e accorciando le tempistiche; giustamente, guardando al futuro dello Stivale, è più logico coccolarsi i maranza, siamo tutti d'accordo. Vale la pena, infine, ricordare a questo proposito che tra il 2004 e il 2024 il reddito reale pro capite delle famiglie italiane è diminuito del 4%, posizionando l'Italia penultima nella UE. Nello stesso periodo, i redditi reali sono cresciuti del 24,3% in Germania, del 21,2% in Francia e del 10,7% in Spagna. È la radice strutturale di quanto cerchiamo di rappresentare: non a caso chi emigra parte spesso proprio per recuperare quel divario.

Però siamo patrimonializzati, si dice. Il risparmio italiano delle famiglie non ha eguali e deve diventare un fattore dell'equazione! Perfetto partiamo da qui: un'interessante elaborazione AIPB su dati ISTAT e Banca d'Italia al 31/12/24 racconta di una ricchezza italiana nel 2006 a 8.6bn che cresce fino a 11.9bn ma che, in termini reali, nello stesso periodo flette a 7.9bn euro. Il quadro economico rischia di pesare in modo rilevante anche su questo unico bastione (o stampella) su cui si regge l'orgoglio nazionale. È informazione nota e condivisa che il risparmio delle famiglie italiane si basa in primis su due importanti capisaldi, immobiliare e obbligazionario

- **Immobiliare**: come noto, il valore degli immobili si basa su crescita demografica e su crescita dei redditi. Tolta l'isola felice di Milano e di qualche città d'arte inaccessibile ai più, con una demografia a 1.1 e redditi reali in discesa, è difficile pensare che questa asset class possa fungere da scudo e trasferire valori significativi alle prossime generazioni.



BRIGHTSIDE CAPITAL

- Quanto al tema delle **obbligazioni**, che forse in questo contesto è meglio chiamare col loro nome proprio cioè “debito”, il macro framework attuale (alti deficit, alti stock di debito, inflazione abbondantemente sopra le medie storiche) rischia di risultare oltremodo penalizzante. Lo shift da un contesto globalmente deflattivo (pre-Covid) ad uno inflattivo, richiede, come noto, un cambio radicale di prospettiva nella definizione di asset allocation, privilegiando gli asset reali (le azioni, le materie prime, i metalli preziosi), tutti investimenti molto più volatili e, dunque, mal percepiti, perché si gonfiano al crescere dei prezzi, fornendo maggior protezione inflattiva. Protezione che cash, BOT, pronti contro termine, fondi obbligazionari, polizze ramo I, non forniscono assolutamente. Gen Y e Gen Z, in attesa del più grande trasferimento di ricchezza della storia “out of baby boomers”, devono stare all’erta.

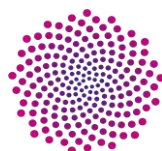
Un paese che ha dato i natali a chi ha scoperto l’America (Cristoforo Colombo), al primo europeo ad esplorare davvero l’estremo Oriente (Marco Polo), ad innovatori pronti a sfidare lo status quo (Leonardo, Galileo), non crede più in se’ stesso, non osa, non sogna, non vede più un futuro.

Un punto geopolitico

C’è infine un’ulteriore manifestazione del problema che la sola grammatica dei freddi numeri non cattura. L’Italia continua a pensarsi Paese continentale mentre è, per geografia e storia, una nazione marittima, più esposta nel Mediterraneo che sul continente⁶: un gioco di specchi in cui il paese insomma preferisce la rassicurazione della terraferma all’instabilità delle rotte marittime. La rinuncia geopolitica alla vocazione mediterranea e quella demografica al futuro sono lo stesso



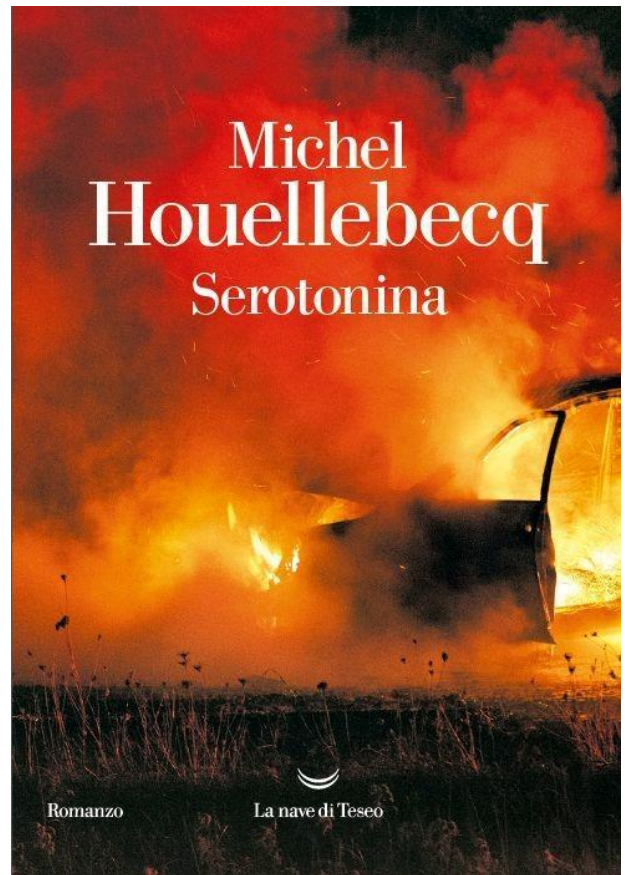
⁶ Cfr. Fabbri, D., *Il destino dell'Italia è nel Mediterraneo, non soltanto in Europa*, in Messaggero Marittimo, 21.05.2026.



BRIGHTSIDE CAPITAL

gesto, la scelta di un popolo che preferisce custodire ciò che ha piuttosto che rischiare ciò che potrebbe diventare.

Chiudiamo con *Serotonina* di Michel Houellebecq. Il suo protagonista, un agronomo depresso che lavora al ministero dell'Agricoltura, governa la propria infelicità con un antidepressivo che gli restituisce un po' di serotonina al prezzo del calo del desiderio, e attraversa una Francia in cui il mondo contadino viene smantellato dalle politiche europee e dalla concorrenza globale, fino alla rivolta disperata dei produttori contro Parigi e Bruxelles, una scena scritta prima dei gilet gialli e in cui molti hanno poi letto un presagio di quel movimento. È un declino raccontato su tre piani che sono lo stesso piano: quello intimo dell'uomo che non sa più amare, quello economico di un'agricoltura europea sacrificata sull'altare del mercato, e quello di una civiltà che non muore per mano di un nemico ma "semplicemente per stanchezza, per disgusto di sé". È la stessa diagnosi di queste pagine, portata fin dentro la carne: un Occidente benestante che, invece di curarsi, si seda, e che preferisce la rassicurazione chimica e la rendita acquisita al rischio di tornare a desiderare un futuro. Chi ha letto *Fotografia di un declino* e *Eurosuicidio* troverà in Houellebecq la versione emotiva di quei numeri, il declino come stato d'animo prima ancora che come statistica.



Approfondimento a cura di **Gilberto Moretti**

Lugano, 14 giugno 2016

