

Da Monnet a Draghi: affectio societatis

Quadro macroeconomico

Ad aprile, con i germogli primaverili, si è risvegliata l'Europa. *L'Eurostoxx50* ha messo a segno un +5,3%, contro un più modesto 4,3% della Svizzera e, soprattutto, un pallido (si fa per dire) +1,4% dell'indice guida degli Stati Uniti. Questi dati riflettono quelli dei rispettivi PIL (Prodotto Interno Lordo): l'Euro-zona è cresciuta dello 0,5% nel primo trimestre del 2017, che corrisponde a un 2% annualizzato, performance ben più corposa del timido 0,7% dell'ambizioso paese di Trump. I numeri probabilmente esagerano il divario fra le due economie: negli ultimi anni le stime del PIL americano del primo trimestre vengono poi sostanzialmente riviste al rialzo nel corso dell'anno. Ma anche tenendo conto di questo aspetto, la crescita nel Vecchio Continente è in accelerazione. In marzo la vendita di auto in Europa ha superato quella degli Stati Uniti, diventando nel settore il secondo mercato mondiale dopo quello cinese. In aprile gli indici dei direttori degli acquisti (PMI), sia nella manifattura sia nei servizi, hanno raggiunto livelli che non si vedevano da sei anni, proprio mentre quelli degli Stati Uniti flettevano. Ma anche i disoccupati nell'Euro-zona tendono a calare, anche se da massimi attorno al 12% del 2013 si è scesi al 9,5%.

La ripresa europea si inserisce in un contesto positivo mondiale. In quanto tale, beneficia della linfa che continua ad inflazionare gli *asset* finanziari. Da inizio anno, hanno calcolato gli analisti di Bank of America - dati ripresi da

Andrea Franceschi su *Il Sole 24 Ore*, 30 aprile 2017 – le maggiori istituzioni mondiali (Federal Reserve, Banca Centrale Europea, Bank of Japan, Banca Nazionale Svizzera) hanno acquistato *asset* per circa 1000 miliardi di dollari e, a questo ritmo, il 2017 si chiuderà con ben 3600 miliardi di dollari di nuova liquidità; di fatto, la maggiore immissione sui mercati da dieci anni a questa parte. La domanda che ci si pone a vari livelli, a questo punto del processo di grande espansione monetaria (*Quantitative Easing*) iniziato nel 2009, è se la ripresa in corso segni davvero l'inizio di una nuova fase di espansione mondiale o se siamo solo di fronte ad un paziente malato, totalmente dipendente dalla droga monetaria, che un giorno lo distruggerà; ma che per ora gli dà conforto e sprazzi d'ottimismo.

Il contesto politico e geopolitico si amalgama fortemente alla provocazione monetaria e non è ancora dato sapere se potrà attivamente contribuire a dipanare la matassa, aggrovigliata tra espansione monetaria, continuo aumento dell'indebitamento pubblico e privato, insufficienza d'inflazione da domanda. I mercati hanno scommesso che Donald Trump ha la capacità di rilanciare l'economia reale, quindi provocare sana inflazione e crescita. Il nuovo presidente ha promesso di occuparsi innanzitutto della crescita del PIL, a beneficio di una maggiore fetta della popolazione americana, anche a costo di rivedere il nucleo stesso del concetto di globalizzazione, che ha permesso negli ultimi venti anni a miliardi di persone di accedere al benessere, anche se a

scapito di quello delle classi medie dei paesi industrializzati. La crescita delle borse da novembre dell'anno scorso è attribuita alle promesse, strutturali e fiscali, d'intervento nell'economia reale del palazzinaro americano. In realtà l'euforia non sarebbe stata tale senza il sostegno monetario planetario e la prudenza della *Federal Reserve* di Janet Yellen, motivata probabilmente dal dubbio che dopo una crisi del credito come quella scoppiata nel 2008, i tempi di recupero sono molto più lunghi dei ricorrenti assestamenti dai normali cicli economici. Per motivi diversi Cina, Giappone, Unione europea, Inghilterra, ma anche Stati Uniti, prendono tempo, mantenendo forme di allentamento monetario e attendendo il momento in cui una solida ripresa economica permetta di affrontare con serietà propositiva (e con facilità politica) i nodi strutturali, che queste entità invece possono permettersi di sopportare, grazie al respiro esistenziale regalato dalle banche centrali.

Nell'Unione europea, verso la quale sembrano tornare i flussi monetari, la politica si è ritirata dalla progettualità, limitandosi a combattere le varie forme di populismo, spesso senza esaminarne le motivazioni di fondo. Mario Draghi, presidente della Banca Centrale Europea, ha certo agito nello stretto ambito del suo mandato: combattere l'inflazione, ma anche la deflazione, gestire la stabilità dei prezzi. Ma allo stesso tempo ha assunto, di fatto, il ruolo di "presidente morale" dell'Unione europea. Per questa ragione, probabilmente, il 4 maggio scorso a Losanna, ha ricevuto la medaglia d'oro della *Fondation Jean Monnet pour l'Europe*. L'importante riconoscimento crea un ponte tra Jean Monnet, padre della Comunità europea

del carbone e dell'acciaio (CECA), ma anche del metodo comunitario, e Mario Draghi, che con la sua determinazione ha (per ora) salvato l'euro, preservando le potenzialità del processo d'integrazione europeo. È stato lui stesso a porsi in questo tracciato: "I problemi che i nostri paesi devono affrontare non sono gli stessi del 1950. Ma il metodo rimane lo stesso: il trasferimento di poteri alle istituzioni centrali, la regola della maggioranza e un approccio comune per risolvere i problemi sono le sole risposte al nostro attuale stato di crisi". Questa citazione, ha detto Draghi, potrebbe essere interpretata come una rappresentazione dell'approccio al quale i nostri governi, nel 2017, devono confrontarsi per risolvere le numerose sfide che, realisticamente, non sono in grado di assumere da soli. In realtà queste parole furono pronunciate da Jean Monnet nel 1974. Con questo enunciato, Draghi ha voluto sottolineare l'importanza del "metodo comunitario", che nell'Europa di oggi deve concentrarsi sull'*efficacia*, l'insistenza nel principio di *sussidiarietà*, il *senso della direzione* ed il *supporto democratico*. Analizzando nel dettaglio questi aspetti, Draghi ha delineato un progetto politico chiaro ed articolato, basato sulla trasparenza e la condivisione, per superare le attuali difficoltà dell'Unione europea e creare la necessaria "*affectio societatis*". Per motivare l'approccio comune Monnet scriveva, nel 1954, che "i nostri paesi sono troppo piccoli nel mondo attuale per far fronte ... all'America e alla Russia di oggi e alla Cina e all'India di domani". Draghi ha però voluto sottolineare che quanto scritto da Monnet oltre sessant'anni fa, quando l'Europa rappresentava il 37% del PIL globale e il 13% della popolazione mondiale, è ancora più attuale nel 2017, dove le rispettive

percentuali si sono ridotte al 24% e al 7%.

Bisogna ritornare agli anni '80 e a Jacques Delors per ritrovare una così potente elaborazione teorica esplicitamente agganciata al "metodo Monnet". Delors, allora presidente della Commissione europea, aveva concepito l'Atto Unico e poi l'Euro ed il Trattato di Maastricht, con la coerenza del forte riferimento al "metodo Monnet". Ci era riuscito perché aveva l'appoggio esplicito di François Mitterrand e di Helmut Kohl. Draghi non è nella posizione istituzionale ideale per progetti politici di tale portata. Ma il ruolo della politica monetaria è oggi per Draghi e l'Europa quello che la creazione del grande mercato era per Delors: lo strumento che sostiene l'integrazione politica. Il cantiere resta aperto e nel medio periodo, dopo l'assestamento del potere di Macron in Francia se riuscirà a confermare la sua forza in parlamento, e un nuovo premier in Germania, magari Schulz, potrebbero riunirsi gli elementi per un rinnovamento dell'Unione europea. Queste trasformazioni politiche andranno monitorate con attenzione, perché definirebbero un ritorno strutturale di flussi finanziari verso il Vecchio Continente, dove 500 milioni di consumatori necessitano di una diversa produttività e diffusione della ricchezza per tornare importanti nell'economia mondiale.

Politica d'investimento

Il 6 marzo 2009 lo *S&P* quotava 666 punti, ora veleggia attorno ai 2400. Niente sembra arrestare questo poderoso rialzo dei mercati finanziari. Non ci è riuscita la Brexit e neppure l'elezione dell'extra-ordinario presidente degli Stati Uniti. Anzi. L'attuale fase rialzista è una delle più lunghe della storia. Per evitare scenari

deflattivi nell'economia reale, come negli anni '30, la Fed *in primis* ha deciso di inflazionare gli *asset* finanziari, abbassando i tassi d'interesse, poi acquistando obbligazioni, con la conseguenza d'ingrossare i flussi finanziari. Questa strategia è stata imitata dalle principali banche centrali, in un contesto di grandi indebitamenti statali e privati: anche in una fase in cui la Fed si appresta al terzo rialzo dei tassi e da tempo ha frenato/arrestato il *Quantitative Easing*, la massa monetaria globale continua ad essere enorme, come dimostrano i dati del primo trimestre. Il cruccio degli istituti d'emissione è come rialzare i tassi senza distruggere *asset* finanziari, in particolare quelli obbligazionari. Anche Trump si è convinto che la fase di espansione monetaria deve essere ridotta con molta prudenza, non anticipando l'inflazione, ma al contrario assecondandola. Ha quindi cambiato attitudine nei confronti della signora Janet Yellen.

Questo contesto ci spinge a mantenere la positività strategica nei confronti delle borse. La Cina non comprometterà i mercati prima del suo congresso in ottobre. Gli Stati Uniti devono permettere a Donald Trump di attuare le sue strategie fiscali, anche se il neo presidente dovrà piegarsi alle mediazioni del Congresso e quindi smussare i lati eccessivamente estrosi delle sue proposte. L'Europa ha superato gli scogli elettorali in Austria, Olanda e Francia, dove si è confermato un presidente europeista. Nel mese di aprile ci sono stati flussi in entrata nell'obbligazionario americano, con il decennale che ha toccato il rendimento minimo del 2.17% il 18 aprile, mentre la borsa americana perdeva forza relativa. Questo indicatore va tenuto costantemente sotto osservazione: fin che resta

in un *range* di rendimento fra 1,6% e 2,65%, le borse possono correggere, ma all'interno di una banda di oscillazione contenuta. E' un rialzo dei tassi troppo violento, con una ripresa economica non consolidata, il più grosso pericolo con il quale rischiano di confrontarsi.

Visti i livelli attuali, il *Treasury* va venduto, mentre la borsa americana potrebbe riprendere forza relativa nei confronti di quella europea. Entrando nella fase estiva i settori da privilegiare sono quelli più conservativi, in particolare il farmaceutico, sostenuto da un trend secolare dato dall'invecchiamento della popolazione e dalla diffusione di timori. Le società meglio posizionate in questo ambito sono quelle che hanno molecole anti tumorali conosciute come "checkpoint inhibitors", quali Roche, Merck, Bristol-Mayers Squibb. Le società petrolifere sono da incrementare perché è in atto una fase di riallineamenti geopolitici che sosterranno gli accordi sul prezzo del petrolio (potrebbe oscillare tra 45 e 60 dollari al barile). I titoli della digitalizzazione sono ineludibili, ma è difficile capire quanto abbiano già scontato del loro avvenire più prossimo.

L'euro da gennaio segnala minimi crescenti all'interno di un canale rialzista tra 1,06 e 1,11. Non sarà solo il discorso tassi a condizionarne il futuro, ma anche gli equilibri politici. L'Unione europea deve confermare i dati economici e rivalutare la sua sensibilità verso un maggiore rafforzamento del comune progetto politico: il *tapering* (riduzione degli acquisti di bond) avverrà prima, per accontentare i tedeschi (elezioni di settembre), o dopo, per non uccidere 4

l'europeismo italiano (voto anticipato?), tenendo quindi a bada il paese che maggiormente, ora, mette a repentaglio il futuro dell'intero cantiere europeo. Il voto francese, come ha detto il presidente della *Fondation Jean Monnet pour l'Europe*, Pat Cox, "ha permesso di guadagnare tempo, ma il tempo non va sprecato". Le stesse incertezze si situano oltre Atlantico, dove Trump non può permettersi eccessivi ritardi nell'implementazione delle sue politiche.