

La sfida americana

Il tentativo di Trump di riportare gli Stati Uniti al centro incontrastato della geopolitica mondiale sta dando i suoi frutti. Per riposizionare meglio gli interessi degli Stati Uniti il presidente tenta di allentare, o distruggere, il sistema multilaterale creato dopo la fine della guerra fredda, che ha permesso alla Cina di emergere come potenza mondiale capace, a termine, di minacciare la loro egemonia, anche quella digitale. Per riuscirci sta puntando sulla forza dell'economia americana, utilizzando tutti gli strumenti a sua disposizione. La Federal Reserve sembra appoggiarlo, rivalutando l'approccio all'inflazione di Alan Greenspan. Cina, paesi emergenti ed Unione europea sono sotto pressione. Il deflusso verso il dollaro mina gli equilibri mondiali, ma anche quelli interni americani. Poco è cambiato negli Stati Uniti dalla crisi del 2007: il ricorso all'indebitamento è continuo e solo una forte crescita con moderata inflazione può sostenere il disegno di Trump. La Cina sembra assecondare il riequilibrio del commercio mondiale, salvando il più possibile del sistema multilaterale e aspettando che le tensioni sul debito interno americano creino i presupposti per rivalutarsi soprattutto fra i paesi emergenti, che rappresentano il 50% del PIL globale. L'Unione europea (UE) può beneficiare della necessità tedesca di rilanciare il mercato interno e di quella italiana di crescere per restare ancorata alla dinamica comunitaria. Ma per ora è impossibile intravedere se le necessità sapranno imporsi agli interessi primordiali dei singoli paesi membri. Il dollaro continuerà a rafforzarsi, ma si sta avvicinando al capolinea. Il Giappone serve gli interessi americani perché si trova nel maggior polo di sviluppo e continua a fornire illimitata liquidità.

Geopolitica di Trump e paura cinese

Il rientro di settembre è iniziato all'insegna della conferma di un vincitore sulla scena mondiale: Donald Trump. Il suo successo è misurabile, come vuole lui, in soldoni. La borsa americana ha raggiunto e superato record storici, mentre il Prodotto Interno Lordo annualizzato del secondo trimestre ha messo a segno una crescita del 4,1%. Ora si comincia veramente a capire che

cosa significa *America First* e quanta forza è possibile distillare, almeno nel breve termine, da una visione utilitarista pragmatica e immediata. La potenza è tale che decenni di costante e solido aumento della cooperazione internazionale stanno per trasformarsi in duro confronto. Certo non è colpa dell'attuale presidente americano se il Regno Unito ha votato per la *Brexit* e i movimenti nazionalisti in

Europa rialzano la testa, addirittura anche in Svezia. Ma Donald Trump ha fiutato l'aria del tempo, del suo tempo e, soprattutto, del suo paese.

La globalizzazione ha creato molti perdenti nei paesi sviluppati, dove la classe media ha perso lustro e, soprattutto, potere d'acquisto, a scapito delle classi più agiate, e dal trasferimento di ricchezza verso i paesi emergenti che, negli ultimi vent'anni, hanno conosciuto tassi di crescita prodigiosi. Negli Stati Uniti, in particolare, la capacità di consumare al di sopra delle proprie capacità è stata, ed è, sostenuta dall'indebitamento privato. Ma ciò ha portato alla crisi dei *subprime* del 2007, al crollo dei mercati finanziari internazionali e ha rivelato gli squilibri della globalizzazione, con l'America che consuma e si indebita assorbendo il risparmio della Cina.

Il paese di Xi Jinping ha nel frattempo preso coscienza della sua forza. All'apice della crisi, dopo il 2008, ha sostenuto con i suoi consumi i momenti più difficili. Poi, nel 2013, ha deciso d'implementare il progetto *Belt and Road Initiative*, denominato anche *la via della seta*, basato su investimenti nelle infrastrutture,

alimentando il sospetto che la Cina voglia orientare la globalizzazione in modo da soddisfare le proprie esigenze, tentando di canalizzare sull'estero il suo *surplus* produttivo. Nel 2015 il paese di Mao ha lanciato il progetto "Made in China 2025", un potente programma di avanzamento digitale e tecnologico dell'economia cinese. Entro quella scadenza oltre l'80% di componenti *high-tech* (come i semiconduttori), veicoli di nuova generazione (come le auto elettriche) e forniture per le energie rinnovabili dovranno essere "Made in China". L'abbandono della pacifica riservatezza con la quale la Cina ha accompagnato il suo poderoso sviluppo contribuisce alla presa di coscienza delle ambizioni planetarie del paese e quindi di possibile aperta sfida agli Stati Uniti. La Cina è riuscita a prosperare grazie all'approccio multilaterale con il quale il commercio internazionale si è sviluppato negli anni '90, liberato dalle restrizioni della guerra fredda. La generosità degli Stati Uniti, vincitori assoluti della guerra fredda (in termini politici, economici, ideologici), è stata l'espressione di una potenza incontrastata. Ne hanno beneficiato i paesi emergenti, in termini di crescita economica, ma anche l'Unione europea,

da un punto di vista soprattutto politico, poiché per i vincitori della Seconda guerra mondiale (Stati Uniti, Inghilterra, Francia), una Germania riunificata attorno al suo potente marco rappresentava una minaccia che era meglio imbrigliare nell'Unione europea e nell'euro.

La nuova geopolitica che si delineò in quegli anni sottrasse potere alla politica per consegnarlo nelle mani della finanza, innanzitutto di quella americana, che grazie alla potenza del dollaro aveva aiutato a finanziare la macchina bellica che intimorì l'Unione sovietica. L'élite del post-guerra fredda dei paesi industrializzati trovò le sue radici nel mondo finanziario sostenuto ideologicamente dal pensiero liberale, che divenne liberista, subordinando l'organizzazione dei rapporti sociali, ma anche internazionali, alle forze del mercato, che si autoalimentavano con lo sviluppo della digitalizzazione. Nei paesi emergenti, in particolare quelli di antica storia di potere, invece, la direzione passò nelle mani di uomini forti, espressione di geopolitiche precedenti, come Putin in Russia, Erdogan in Turchia e ora Xi Jinping in Cina, Abe in Giappone. Mentre i paesi industrializzati si affidavano alle

forze del mercato e ai tempi decisionali dei sistemi democratici, non curanti degli squilibri interni ed internazionali, i leader "forti" riposizionavano i loro paesi al centro della nuova geopolitica del potere, utilizzando per questo fine i flussi commerciali e finanziari internazionali.

Così come era inevitabile che dalle ceneri dell'Unione sovietica prima o poi nascesse un Putin, e dalla Turchia, un tempo a capo dell'impero ottomano, un Erdogan, anche gli Stati Uniti hanno finito per creare un Trump. Le forze sommerse della geopolitica restano sempre nel fondo della storia, pronte a riapparire nelle forme più immediate, magari anche più grezze, quando nuovi squilibri e nuove paure spingono i popoli a cercare protezione non nei sistemi, indeboliti da ideologie sempre meno aderenti alle necessità del tempo, ma negli uomini "forti".

Dollaro e Stati Uniti al centro

Donald Trump rappresenta il fortunato posizionamento di una giovane nazione protetta da due oceani, ricca di materie prime, di spazi, d'imprenditoria e del pragmatismo della cultura anglosassone. La tentazione dell'isolazionismo è nel suo DNA, perché la sua posizione gli ha dato

in passato naturale protezione. I suoi valori, alimentati dall'aver vinto due guerre mondiali e la guerra fredda, sono portatori della generosità dei forti. Ma la globalizzazione e il multilateralismo hanno creato altri centri di potere, quali la Cina, il Giappone e l'Unione europea che, nel tempo, tendono a ridimensionare il ruolo assoluto e incontrastato della prima potenza del mondo. Donald Trump rappresenta la potenza che è alla testa della digitalizzazione del mondo, ma che è anche il paese industriale con i più importanti squilibri sociali, con un'economia eccessivamente basata sul consumo, con un indebitamento pubblico e privato enorme e con uno squilibrio della bilancia dei pagamenti che solo il monopolio della principale valuta di riserva del mondo e del commercio internazionale hanno permesso fino ad ora di sostenere. Gli altri poli emergenti, e le loro valute, minacciano, a lungo andare, il monopolio del dollaro, quindi la sicurezza stessa degli Stati Uniti.

Trump, che ha tutte le caratteristiche dell'uomo forte dei paesi non democratici, è anomalo per gli Stati Uniti, ma non per la sua nuova geopolitica, dove addirittura un paese come la Corea del Nord potrebbe,

in un domani non molto lontano, minacciare il territorio americano, già provato dal crollo delle Torri gemelle di New York.

Malgrado la stampa americana attacchi quotidianamente il presidente degli Stati Uniti, non si vedono progetti alternativi per una nuova presidenza illuminata. Sembra che l'élite del dopo guerra fredda, del multilateralismo e del liberismo, non agendo, stia legittimando l'operato di Trump, lasciandogli il tempo di ridimensionare la globalizzazione, riportando gli Stati Uniti al centro assoluto delle nuove dinamiche del potere mondiale. Questi poteri forti, che agiscono comunque in un quadro democratico, ma dove il denaro può ancora giocare un ruolo significativo nel canalizzare l'elettorato, si stanno probabilmente chiedendo fin dove lasciare agire Trump.

Quanto della globalizzazione e del multilateralismo degli ultimi trent'anni, può essere ridimensionato, ottenendo un miglior posizionamento americano, senza distruggere l'essenziale del sistema, che ha permesso a queste élite di arricchirsi grazie anche a quei miliardi di persone dei paesi emergenti che sono usciti dalla povertà? Ora, queste persone, nuova

rampante classe media, interessano le aziende americane in quanto consumatori. Ma la Cina non vuole aprire, con le buone, il suo mercato. Quindi ben venga l'invasione di Trump.

Il più forte attrae

Per il momento i dati economici, quelli americani in particolare, confermano che, malgrado i minacciosi *tweet* di Trump, il mondo è in crescita. Il *Global PMI*, un indicatore che anticipa l'andamento del PIL, a luglio, per rapporto ad agosto, è sceso da 52,8 a 52,2, mentre negli Stati Uniti è addirittura salito da 51,2 a 61,3. In territorio negativo (cioè sotto 50, che indica recessione) c'è solo la Russia, la Corea del Sud e il Sud Africa. Nell'Eurozona c'è stata un'attesa flessione (agosto 54,6; luglio 55,1), ma il dato si è comunque mantenuto ad alti livelli. E perfino la Cina e la Germania, sotto tiro nella guerra commerciale con gli Stati Uniti, restano a livelli elevati: il dato ufficiale cinese è addirittura migliorato (da 51,2 a 51,3), mentre in Germania è sceso di un solo punto a 55,9.

I flussi finanziari internazionali si stanno dirigendo verso gli Stati Uniti, abbandonando i paesi emergenti, come

testimonia l'andamento delle valute. Nell'incertezza del cambiamento, la crescita americana è un'ancora di salvezza per i risparmi del mondo, che hanno alimentato i guadagni di Wall Street, compreso i tassi dei buoni del tesoro americani e rafforzato il dollaro.

Indubbiamente la politica di crescita di *America First* è vincente, per ora. Grazie agli sgravi fiscali e all'obiettivo di spingere le aziende a riportare i soldi in patria, Trump, malgrado l'alto livello d'indebitamento pubblico e privato, mantiene gli Stati Uniti in una forte dinamica di crescita anche dopo la fine del *Quantitative Easing* (QE) e il rialzo dei tassi d'interesse. Il suo disegno di distruggere il multilateralismo avanza: con il Messico, bilateralmente, ha raggiunto un accordo che ora cerca di estendere anche al Canada. Con la Cina invece le tensioni dureranno a lungo, perché qui sono due potenze mondiali che si confrontano; l'obiettivo può essere solo quello di riequilibrare il posizionamento americano. I paesi emergenti soffrono e l'Europa sente di non essere più un partner strategico per gli Stati Uniti, ma soprattutto un concorrente. Con il Giappone c'è forse un leggero occhio di riguardo: si trova nella

principale area di crescita del mondo e, con i suoi infiniti *Quantitative Easing*, continua ad alimentare i flussi finanziari. Trump sta comunque sconvolgendo le alleanze tessute dai suoi predecessori nel secolo scorso.

Le istituzioni multilaterali, create nel passato, sono sempre state centrate sull'incontrastata potenza americana. Nel periodo della Guerra fredda il mondo era diviso in due blocchi attorno a Unione sovietica e Stati Uniti, con la potenza maoista ripiegata sulle sue rivoluzioni culturali. In questo contesto la Comunità economica europea, forse l'espressione istituzionale più forte del periodo (talmente forte da assumere connotazioni sovranazionali), era uno strumento degli Stati Uniti per contenere l'espansionismo sovietico. Ma dopo la caduta del Muro di Berlino, nel 1989, l'istituzione multilaterale più forte, nata il 15 aprile 1994 a Marrakech, è stata l'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) che prima, più modestamente, si chiamava GATT (General Agreement on Tariffs and Trade). Nel 2001 vi aderisce la Cina. In pochi anni il mondo diventa mercato unico.

A titolo d'esempio, per integrare il mercato europeo ci sono voluti decenni: il Trattato di Roma è del 1957, ma le frontiere interne sono cadute veramente solo nel 1993 con l'applicazione dell'Atto Unico. Gli Stati Uniti che, secondo Francis Fukuyama, avevano appena sconfitto la Storia, erano allora convinti di poter dominare in un mondo di liberi scambi organizzati secondo il modello liberale.¹

Trump sta dicendo ora al mondo che l'America non è più la potenza assoluta del passato e, anche se teme la profezia di Napoleone (*"Quando la Cina si sveglierà, il mondo tremerà"*), è ancora il paese più importante in termini di forza relativa. Per approfittare di questa posizione ha bisogno del monopolio del dollaro e di negoziare bilateralmente con nemici e alleati, e non nelle organizzazioni multilaterali dove i giochi delle alleanze possono metterla in difficoltà (*divide et impera*). Ecco quindi Trump attaccare l'OMC, quindi la Cina, e anche l'Unione europea, minacciando di colpire le importazioni con i dazi doganali.

¹ Francis Fukuyama, *La fine della Storia e l'ultimo uomo*, Rizzoli, Milano, 1992, 431 p.

I rischi della de-globalizzazione

Se i poteri forti americani per ora non manifestano un vero dissenso a Trump, i timori sulla sua politica sono espressi da chi opera in istituzioni che, solitamente, individuano in anticipo i rischi che il mondo corre. *“Revocare la globalizzazione – ha detto Agustin Carstens, general manager della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), in occasione del simposio delle banche centrali a Jackson Hole, il 25 agosto 2018 – mette a rischio i guadagni derivanti da stretti rapporti commerciali e i relativi investimenti. Può provocare un aumento dei prezzi, della disoccupazione e minare la crescita. Il ritorno al protezionismo mette a rischio l’interdipendenza finanziaria che sostiene commercio e investimenti. Ciò minaccia di turbare i mercati finanziari mettendo un freno agli investimenti delle aziende, poiché gli investitori si spaventano e le condizioni finanziarie si restringono. In conclusione, questi rischi reali e finanziari potrebbero amplificarsi reciprocamente, creando una tempesta perfetta esigendo prezzi sempre più alti”*.² Come dirigente

della banca delle banche centrali, Carstens si preoccupa innanzitutto dell’inflazione, riconoscendo che la globalizzazione delle aziende e dei mercati ha senza dubbio contribuito alla persistenza del basso livello dell’aumento dei prezzi negli anni recenti, grazie al commercio internazionale e alla tecnologia. Ma, ammette il manager, le liberalizzazioni degli scambi, in particolare la competizione di prodotti importati da paesi con ridotti costi salariali, comprimono i prezzi nelle economie avanzate come pure il potere d’acquisto dei lavoratori. Innovazioni tecnologiche e mercati sempre più aperti, grazie a liberi flussi finanziari, hanno completamente riformulato le strutture produttive mondiali, rimpiazzando la produzione localmente segmentata con la catena del valore globale: il commercio internazionale di beni e servizi intermedi è ora quasi il doppio di quello di prodotti finali. Ciò ha compresso i costi di produzione e il potere di mercato, mantenendo sotto controllo sia i prezzi, sia l’inflazione aggregata.³

² Agustin Carstens, “Global market structures and high price of protectionism”, Federal Reserve Bank of Kansas City’s 42nd Economic Policy Symposium Jackson Hole, Wyoming, 25 August 2018, p.1.

³ R. Auer, C. Borio and A. Filardo, “The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains”, *BIS Working Papers*, n. 602, gennaio 2017.

In questa fase in cui si tenta il rientro dagli allentamenti monetari, il pericolo che le tariffe doganali possano spingere in alto i prezzi negli Stati Uniti, e quindi obbligare la Federal Reserve ad alzare in maniera ancora più rapida i tassi di interesse, è reale. Se ciò avvenisse si amplierebbe ancora di più il differenziale di tassi tra gli Stati Uniti ed il resto del mondo, spingendo il dollaro al rialzo. Per i paesi emergenti, un dollaro forte e condizioni finanziarie più restrittive provocano fuoriuscita di liquidità, frenano quindi la crescita economica e rendono difficile sostenere i *cash flow* per coprire l'indebitamento. Le banche non americane stenterebbero sempre di più a trovare dollari sul mercato per coprire le lettere di credito. Nel 2008 la caduta nel *trade finance* contribuì a globalizzare la crisi. Carstens conclude che *“le vulnerabilità introdotte dall'interconnessione delle strutture dei mercati rende il protezionismo una preoccupazione determinante per le banche centrali”*.⁴

Ancora le banche centrali

Nel suo discorso a Jackson Hole, il presidente della Federal Reserve Jerome

Powell ha riabilitato Alan Greenspan intendendo, di fatto, prendere spunto dall'approccio all'inflazione del suo predecessore. Dallo scoppio della crisi Greenspan, considerato ai sui tempi il vero guru delle banche centrali, è stato messo nel dimenticatoio proprio perché la sua “leggerezza” monetaria è stata alla base di due bolle, quella del NASDAQ nel 2000 e quella del credito nel 2007/8. Chi criticava l'operato del “maestro” ora si chiede se non sia giunto il momento di alzare i tassi in maniera veloce, proprio perché negli Stati Uniti il tasso di disoccupazione è sceso costantemente per quasi nove anni e ora, al 3,9%, è vicino ai minimi degli ultimi 20 anni, mentre l'inflazione è vicina all'obiettivo del 2% del Federal Open Market Committee's (FOMC), dopo essere stata sotto questo livello per sei anni. Powell stesso ammette che l'economia americana è sostanzialmente forte, *“con una solida fiducia di famiglie ed imprese, un sano livello di creazione di posti di lavoro, redditi in aumento, e stimoli fiscali in arrivo, ci sono buone ragioni per aspettarsi che la forte performance continuerà”*.⁵ Malgrado ciò, Powell,

⁴ Augustin Carstens, Op. cit. p.9.

⁵ Jerome H. Powell, “Monetary Policy in a Changing Economy”, Jackson Hole, Wyoming, August 2018, 17 p.

assieme al consensus del FOMC, ritiene che *“il graduale processo di normalizzazione rimane appropriato”*. Anche a metà del 1996 la disoccupazione era al di sotto del tasso naturale e le aspettative di crescita erano ottime. Ma Greenspan - dice Powell - ebbe l'impressione che gli Stati Uniti stavano sperimentando le meraviglie della *new economy* nella quale l'aumento della produttività avrebbe stimolato la crescita e abbassato la disoccupazione senza seri problemi d'inflazione. Greenspan quindi si limitò a rimandare, meeting dopo meeting, i rialzi dei tassi in attesa di concreti segnali d'inflazione, che però non si materializzavano.

Riferendosi a Greenspan, Powell risponde positivamente alle sollecitazioni di chi l'ha nominato (Donald Trump), contrario ai rialzi dei tassi. L'inflazione, per il neo-presidente della FED, *“potrebbe non essere più il primo o il miglior indicatore di un mercato del lavoro che si restringe e di pressioni nell'utilizzazione delle risorse”*. Con quest'affermazione, di fatto, Powell sconfessa i mercati che a inizio anno avevano corretto temendo l'aumento del costo del lavoro. Per lui l'inflazione non sale poiché le aspettative sono ben

definite dalla FED (target del 2%): gli eccessi sono quindi da ricercare soprattutto nei mercati finanziari. Il messaggio di Powell è duplice e risponde indirettamente a Trump: possiamo alzare gradualmente i tassi a condizione che nessuno cerchi di modificare l'obiettivo della FED e che i mercati non sfuggano di mano.

La grossa differenza, per rapporto agli anni '90, è che allora non c'era in corso un tentativo di de-globalizzare il mondo, con i possibili effetti inflazionistici del protezionismo. Ma, diversamente da allora, la velocità di trasformazione della nuova economia è esponenziale, mentre in quel periodo era ancora aritmetica. Due fenomeni che ad un certo punto si neutralizzano, ma lasciano capire che, restare dietro la curva, per Powell, è meglio che anticiparla. Questo approccio pro-crescita non può che favorire le chance di Trump nelle elezioni di novembre. Ma anche se il passo scelto è lento, il problema è che il resto delle grandi economie del mondo non è ancora in grado di procedere verso nuove forme di normalizzazione monetaria.

L'Unione europea e la sua banca

La banca centrale europea, nella riunione del 13 settembre, ha confermato che ridurrà a fine mese gli acquisti di obbligazioni da 30 a 15 miliardi al mese fino a dicembre, anticipando che, dopo questa data, se i dati sull'inflazione lo permetteranno, verrà posto fine agli acquisti netti. Ma il *Quantitative Easing* non terminerà a fine anno: la BCE intende comunque reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza “*per un prolungato periodo di tempo*” dopo la fine degli acquisti netti. Nell'Eurozona non si parlerà di rialzo dei tassi almeno fino all'estate del 2019. Le proiezioni della BCE indicano una crescita annua del PIL in termini reali del 2% nel 2018, dell'1,8% nel 2019 e dell'1,7% nel 2020. Le stesse sono state ridotte per rapporto alle precedenti indicazioni di giugno a causa del contributo più debole della domanda estera. Mentre l'inflazione, passata dal 2,1% al 2% ad agosto, si prevede resterà attorno all'1,7% nei prossimi due anni. La BCE, malgrado una certa moderazione seguita alla forte crescita del 2017, conferma, nel complesso, il procedere di un'espansione generalizzata dell'economia dell'area dell'euro.

Il problema dell'Unione europea è però sostanzialmente politico. L'unica vera istituzione europea totalmente sovranazionale è la Banca centrale e Mario Draghi è in effetti il “politico” che la rappresenta. Ma la sua forza è data solo perché istituzionalmente è indipendente nei confronti degli Stati membri e agisce sulla base di stretti margini operativi al centro dei quali c'è la lotta all'inflazione; inflazione che la demografia, le delocalizzazioni produttive e la tecnologia da tempo hanno eliminato dallo scenario macroeconomico del Vecchio Continente. Il Trattato di Maastricht doveva segnare il percorso obbligato per creare un'entità politica forte. L'euro era stato disegnato per traghettare il sistema verso istituzioni veramente sovranazionali. La strategia dei fondatori, da Monnet a Delors, passava per il rafforzamento del benessere dei cittadini, grazie alla creazione del grande mercato libero ma regolamentato della Comunità economica europea che, con il collante della moneta unica, avrebbe aperto la porta, con condivise norme fiscali, ad un vero stato centrale al di sopra dei singoli stati membri.

Nella realtà i paesi forti dell'Unione europea, con alla testa la Germania, ma,

sornionamente, anche l'Inghilterra, dopo la creazione dell'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC), sull'onda ideologica del liberismo dei vincitori della guerra fredda, hanno ritenuto che il loro benessere poteva arrivare più velocemente e più facilmente dall'essere partecipi individualmente del grande mercato mondiale, che avrebbe allentato i lacci del costoso *welfare* europeo. In una prima fase quest'approccio ha anche funzionato. Alan Greenspan scriveva, nel 2007, citando l'allora presidente della BCE, Jean -Claude Trichet, che non ha mai smesso di meravigliarsi *"di quanto l'istituzione che dirige e la sua moneta, l'euro, si siano rivelate un risultato straordinario"*.⁶ Ma già allora Greenspan, che è utile citare come espressione forte dello scetticismo americano nei confronti dell'euro, visto come minaccia al dollaro, si rendeva conto che l'avventura europea avrebbe attraversato momenti difficili: *"Osservando i problemi nell'implementazione della Strategia di Lisbona, il piano tratteggiato nel 2000 per portare l'Unione europea in una posizione di leadership mondiale in campo*

tecnologico, sospetto fortemente che oggi il Trattato di Maastricht non susciterebbe il consenso che sollevò nel 1992. L'entusiasmo per un'unione che leghi gli Stati sovrani europei si è esaurito nell'inesorabile mondo delle realtà di mercato".⁷ È sostanzialmente l'aver perso la fermezza nell'affrontare la rivoluzione digitale, rifiutando di coordinarne gli interventi interni all'UE, che ha determinato la prima decadenza relativa del grande cantiere europeo. Permeata anche al suo interno da un approccio che mette al centro i principi della concorrenza senza preoccuparsi a sufficienza del destino degli utili, sul piano degli investimenti redistributivi comuni, ha portato il progetto europeo all'ampliamento delle divergenze fra stati membri frammentando gli equilibri sociali. Si sono quindi ampliati gli scompensi che un'unica moneta è chiamata ad esprimere. Entrambi questi aspetti sono causa della crisi d'identità attuale che, in mancanza d'altro, si rifugia nel nazionalismo.

Mario Draghi con il suo *"whatever it takes"*, del 2012 ha potuto sfruttare all'estremo i margini di manovra di un'istituzione che

⁶ Alan Greenspan, *L'era della turbolenza*, Sperling & Kupfer, Cles, 2007, p. IX.

⁷ Idem, p. X.

doveva preoccuparsi solo del fantasma “inflazione”. Proiettando la BCE nel *Quantative Easing* Draghi, da banchiere centrale, ha detto che il suo primo obiettivo era salvare l’istituzione che dirige e quindi l’euro. Nell’urgenza, un banchiere è riuscito a sostituirsi ai politici e questi lo hanno permesso. Ora, dopo sei anni, quell’iniziativa finanziaria sta volgendo al termine. Per prolungare lo stimolo alla domanda aggregata, che l’operazione di Draghi ha facilitato, ci vuole altro. Bisogna metter mano alle leve fiscali e alle politiche distributive, assumendo responsabilità solidali che spettano alla politica. C’è ragione di credere che ciò stia avvenendo o potrà succedere prossimamente?

L’esempio italiano

I mercati, e non solo, guardano attualmente soprattutto all’Italia per capire quanto reale sia la possibilità che l’Unione europea riprenda in mano le redini del suo futuro. Il paese di Salvini e Di Maio è, infatti, fra i grandi paesi dell’UE, il vero perdente sia del Trattato di Maastricht sia dell’Organizzazione mondiale del commercio. L’imprenditoria italiana, abituata ad arrangiarsi, non ha avuto il sostegno della politica in una fase in cui i paradigmi commerciali cambiavano e

c’era bisogno di un vero sistema paese per affrontare le sfide dell’euro e della globalizzazione. Al lato opposto si trova invece la Germania che, avendo pilotato la sua riunificazione, si è trovata pronta ad affrontare entrambe le sfide e quindi a dominare il mercato europeo diventando la prima potenza commerciale del mondo. Se la Germania è riuscita in questo difficile passaggio, non è solo grazie alla sua disciplina, ma alle trasformazioni liberiste decise dall’allora governo social-democratico di Gerhard Schröder. La sua forza si è manifestata nel mercato interno dell’UE, alimentando gli squilibri tra paesi membri, ma anche sfruttando lo spazio emergente cinese e, soprattutto, il mercato americano. La forza della Germania è tale che nessuno è riuscito a richiamarla alle sue responsabilità all’interno del cantiere europeo.

Ci sta riuscendo Trump che, attaccando la globalizzazione con i dazi doganali, rimette in discussione i suoi rapporti con la Cina, ma anche con la Germania. Se il paese di Adenauer poteva pensare di fare a meno dell’UE, ora le minacce di Trump alla sua industria automobilistica lo stanno riportando al suo peso relativo. Si trova quindi messo alle strette dalla prima

potenza mondiale e contemporaneamente è attaccato dall'Italia che non vorrebbe più accettare politiche di austerità alle quali il debito pubblico e la mancanza di solidarietà europea la condannano. In questa morsa, reale e simbolica, si gioca il destino del grande disegno di Jean Monnet. Se un tempo il ruolo degli Stati Uniti era quello di correggere i naturali squilibri degli alleati europei, al punto di portarli verso l'Unione europea, ora, il fratello d'oltre Atlantico non è più tale. È un lontano parente che vuole mettere zizzania in famiglia e negoziare con i singoli membri per ottenere di più. La proposta di acquistare il debito italiano in caso di crisi dello *spread* (che tecnicamente il presidente può decidere, utilizzando le risorse del tesoro), è un evidente tentativo di spaccare l'Europa.

Ma la Germania, che è minacciata sui mercati internazionali, avrà sempre più bisogno di rilanciare il mercato europeo, investendo il suo *surplus*, mentre l'Italia non è in grado autonomamente di ristrutturare la propria economia al di fuori del quadro comunitario. Ci sono i presupposti per ridare forza all'Unione europea, ma per ora non si vedono all'orizzonte passi concreti in questa

direzione. Una finanziaria italiana generosa, ma coordinata con Bruxelles, sarebbe un segnale determinante.

Dove vanno i flussi finanziari?

I mercati sembrano essersi convinti che in questa fase in cui Trump sfida il mondo è meglio stare con il più forte. Gli Stati Uniti hanno il monopolio del dollaro, sono la prima potenza militare ma anche digitale. Lo S&P guadagna da inizio anno il 6%, il NASDAQ addirittura il 17%. Dall'altra parte, in Cina, l'indice CSI300 perde il 17%, mentre la borsa di Hong Kong "solo" poco più dell'8%. L'Eurostoxx50 perde oltre il 4%, il Dax tedesco quasi il 6% e l'indice dei paesi emergenti oltre il 10%. Anche la conservativa borsa svizzera (SMI) perde quest'anno quasi il 5%. È chiaro dove vanno i flussi finanziari: il dollaro ha continuato a rafforzarsi da inizio anno contro quasi tutte le valute del mondo. Continuerà questa tendenza?

Ci sono evidenti segnali di pericolo, ma in questo momento il mercato non sembra volersene interessare. Sulla stampa mondiale - in ricordo del decimo anniversario del Crack di Lehman Brothers, che segnò il culmine della crisi dei *subprime* - sono apparsi molti articoli,

anche critici sul funzionamento del sistema finanziario mondiale e, in particolare, di quello americano; ma gli effetti sugli indici non ci sono stati. Il decennale, malgrado le parole di Powell, è tornato, con molta discrezione e senza creare scalpori, al 3%. La curva dei tassi negli Stati Uniti, anche con i dati positivi sulla crescita, si sta appiattendo: storicamente ciò annuncia fasi di frenata dell'economia. Il ciclo del credito, che aveva dato spunto alla crisi del 2007, sta raggiungendo livelli estremi, poiché aumentano le sofferenze nel settore dei crediti al consumo provocando quindi un rallentamento di prestiti ai privati. L'indebitamento degli Stati Uniti continua a crescere. Se venisse a mancare il sostegno dell'espansione del PIL, sarebbe la catastrofe.

I rischi, però, sembrano per ora bilanciati perché il mondo intero, compresi i paesi emergenti, è entrato nel turbo-indebitamento della globalizzazione e mantiene la traiettoria di crescita.⁸ Con la politica dei dazi doganali Trump sta cercando di frenare la globalizzazione, ma non quella dei debiti. La strategia di

prolungare il ciclo economico con gli sgravi fiscali per le aziende amplia il deficit americano, mentre i paesi emergenti e, in particolare la Cina, dovranno ricorrere ad allentamenti monetari e facilitazioni fiscali per reggere l'urgenza. Non a caso gli *spread* sui mercati obbligazionari si sono ampliati, con evidenti conseguenze sul mercato del credito. Se questa fase di stress si prolunga troppo, l'intera economia mondiale subirà una forte frenata, già nel corso del 2019. L'attenzione sull'operato di Trump diventa più stringente, gli interessi in gioco sono troppo importanti per permettergli di andare oltre una, probabilmente necessaria, correzione della globalizzazione dei mercati. Si tratta di capire dove è posto il limite. Perché, all'approssimarsi dello stesso, ripartiranno i paesi emergenti e, in parte, anche l'Europa, se saprà dare sostanza al suo disegno politico.

La strategia d'investimento

Trump vuole vincere le elezioni di metà mandato a novembre, che solitamente il presidente in carica perde. È difficile fare previsioni su quanto avverrà, anche

⁸ "Volatilità estiva", giugno 2018, Centro Studi Monte SA.

perché la stampa non è in grado di dare informazioni attendibili sullo stato dell'animo americano. Ma Trump sta dimostrando al suo elettorato che può sfidare la potenza emergente cinese, con lo stile del cow boy che piace a chi l'ha votato. Sta riformulando a favore degli Stati Uniti l'accordo del NAFTA con Messico e Canada. Le grandi società hanno ottenuto importanti sgravi fiscali che, malgrado il rialzo dei tassi, le mantiene in una forte traiettoria di utili. Per le grandi banche sta cercando di ammorbidire le regolamentazioni messe in atto dopo il crack Lehman. E sta anche bacchettando i cattivi alleati europei che vengono a vendere le loro Mercedes e non vogliono spendere (magari acquistando armi americane) per la difesa. Certo, non ha ancora realizzato il progettato muro al confine con il Messico, ma l'economia cresce e gli americani si sentono forti. L'Iran è stato messo in riga e con la Corea del Nord sembra quasi essersi creato un idillio. E il presidente della FED rivaluta Greenspan.

La Cina sembra voglia assecondare le pretese di Trump, rispondendo alle provocazioni con saggia moderazione e rifiutandosi di esagerare nell'utilizzo

dell'arma delle svalutazioni monetarie. Che la Corea del Nord, che vive all'ombra del gigante cinese, sia diventata così cooperativa, lascia intendere che Xi Jinping, espressione di un paese abituato a ragionare a lungo termine, attende una fase migliore per rispondere agli Stati Uniti, aspettando che i mercati prezzino i rischi del debito eccessivo, contemporaneamente ad una forte correzione delle borse. Per il momento Pechino vuole salvare quanto può del multilateralismo, nel quadro del quale rivalutarsi in futuro. Quindi nelle prossime settimane i flussi del mondo continueranno ad andare negli Stati Uniti, anche se in maniera più moderata, e il VIX, l'indice della paura, resterà compresso sui minimi. Il dollaro continuerà a rafforzarsi. Le altre borse difficilmente riusciranno ad andare oltre i rally da ipervenduto. I paesi emergenti soffriranno ancora un po', anche se il grosso delle loro perdite è già avvenuto. Ma le soglie del dolore, all'approssimarsi delle quali i rischi diventano incontrollabili, non sono lontane. Annunci forti di accordi commerciali con Cina, NAFTA ed Europa potrebbero arrivare prima delle votazioni di novembre per accelerare la corsa della borsa americana, con riflessi positivi su

tutte le altre. Da quel livello il dollaro potrebbe iniziare a indebolirsi perché i flussi tornerebbero in parte verso i paesi emergenti, che rappresentano il 50% del PIL mondiale, e l'Europa. Da un punto di vista tecnico, uno *spike* dell'euro/dollaro a 1.10 segnerebbe la parziale inversione dei flussi finanziari, provocando l'inizio di un lungo ciclo d'indebolimento del dollaro.

Se Trump perde le elezioni, gli Stati Uniti rischiano di diventare meno governabili. La caduta delle borse oltre Atlantico potrebbe essere significativa, trascinando anche buona parte di quelle del resto del mondo. Il VIX, come era già successo ad inizio 2018, potrebbe sfuggire di mano, amplificando i crolli. Aumenteranno i dubbi sulla capacità di crescita degli Stati Uniti e l'attenzione si concentrerà sulla sostenibilità del grande debito pubblico.

Ma, facendo astrazione di questo contesto estremo, è ragionevole essere d'accordo con le previsioni di Nouriel Roubini e Brunello Rosa (Roubini aveva previsto la crisi del 2007), secondo i quali la prossima recessione avverrà nel 2020, poiché l'attuale espansione globale continuerà

probabilmente anche nel prossimo anno, visto che *“gli Stati Uniti portano avanti un ampio deficit fiscale, la Cina persegue generose politiche fiscali e creditizie, e l'Europa resta in fase di recupero”*.⁹ Ma la volatilità sarà comunque molto più marcata del passato. Il processo di revisione della globalizzazione porterà a tratti ad esasperare i segnali d'inflazione. E la battaglia geopolitica attorno al petrolio fungerà d'ago della bilancia di equilibri che la politica della prima potenza al mondo e i *tweet* del suo presidente saranno sempre meno in grado di canalizzare.

⁹ Nouriel Roubini, Brunello Rosa, “The Makings of 2020 Recession and Financial Crisis”, *Project Syndicate*, 13th September 2018.