

117 dC: Massima espansione dell'Impero Romano



L'azione della Bce ha impedito nel 2012 la disgregazione dell'euro, ma ha anche contribuito nel rinviare *sine die* decisioni fondamentali da tempo attese. Appaiono formidabili le sfide sul cammino di Lagarde e Von der Leyen, in una delicata fase in cui l'Unione Europea di oggi vanta un'impressionante serie di somiglianze con l'Impero Romano di ieri.

Tracciandone e confrontandone i confini una certa somiglianza tra Unione Europea e Impero Romano, sotto molti aspetti suo predecessore, apparirebbe non troppo forzata, anzi, pressoché naturale. Tutti gli stati Core dell'Unione, e indirettamente dell'Eurozona, sono tutt'ora inseribili entro i confini dell'allora impero, e soprattutto le locomotive economiche che trainano oggi il vecchio continente sono tutte saldamente entro quello che ai tempi veniva denominato *Limes romano*.

Certo, una sostanziale differenza sussiste, e per quanto comprensibile, ne rimarca un profondo scarto: al tempo il settore di punta, volano dell'economia imperiale, era l'agricoltura, i cui motori erano in Italia, Sicilia in testa, e in Nord Africa, Tunisia ed Egitto specialmente. Se oggi i due 'gra-

nai' europei sono Francia e Italia, in presenza di un primario ancora importante ma non più centrale, le locomotive 'industriali' dell'Unione si sono spostate significativamente in Germania, con il Baden-Württemberg, in Italia, la Lombardia, in Francia, il Rhône-Alpes, e in Spagna, con la Catalogna, membri dal 1988 di un consorzio di cooperazione rafforzata. In coda, pur a distanza, le Fiandre e il Galles.

Secondo per importanza nell'economia di allora il commercio, parallelismo perfetto con l'Unione di oggi, pur in assenza dei suoi tradizionali baricentri: Turchia con Bisanzio, Siria con Antiochia, ed Egitto con Alessandria. Regioni e metropoli che per ironia della sorte, già al tempo, guardavano con grande interesse al secondo impero mondiale, la Cina, esattamente dall'altro capo della Via della Seta.

Una Via che negli ultimi anni ha semplicemente cambiato nome, a fronte di uno dei più imponenti programmi infrastrutturali del XXI secolo: la Belt and Road Initiative. Dunque, cos'è cambiato? Gli stati Core dell'Unione di oggi, a eccezione della Germania orientale, e le conseguenti locomotive economiche rimangono entro i confini dell'Impero, l'espansione dei primi anni del nuovo millennio promossa da Bruxelles abbraccia ora una parte importante di quelle che erano state le regioni balcaniche romane, e il commercio è ancora l'architave portante dell'Europa di oggi, e motivo di vanto o infamia a seconda degli umori del momento.

Ma l'impero? In effetti almeno in apparenza è vero, esiste una differenza importante. L'Unione di oggi è un esperimento politico senza paragoni nella Storia, e dif-

facilmente si potrebbe affermare assomigli al modello di stato occidentale sedimentatosi negli ultimi secoli. Eppure, come precisa un politologo italiano, le somiglianze rispetto a un modello imperiale sono quanto meno sorprendenti: *L'Unione Europea di oggi non è l'embrione di una 'nuova Federazione'. È un puro e semplice 'strumento consortile' tra gli Stati membri: uno strumento il cui scopo primario è la Governance della globalizzazione.* Secondo tale chiave di lettura l'Unione Europea potrebbe essere paragonata senza troppo sforzo a un vero e proprio impero, e il fatto che sia ormai qualche secolo che se ne sia persa traccia, ad esempio a 250 anni dalla morte di Napoleone, non ne compromette il modello, semplicemente rende il paragone meno intuitivo. Tradizionalmente, l'Impero è una 'formazione politica': vocata all'espansionismo; composta da una pluralità di popoli differenti, uniformati dal pagamento dei tributi, e imperniata intorno a una classe egemone, di burocrati e tecnocrati riconducibili all'amministrazione centrale; per definizione non democratica o comunque solo indirettamente; estremamente fluida e in fieri; ma efficiente e in grado di mobilitare molte più risorse rispetto a un singolo stato. Tutte caratteristiche che Unione Europea e Impero Romano effettivamente condividono, senza bisogno di eccessiva immaginazione.

Mercato unico? Moneta unica. Si è da poco celebrato il ventesimo anniversario della nascita dell'euro, un traguardo importante per quanto non particolarmente significativo rispetto alla grande Storia, abituata a cicli decisamente più lunghi. Basti pensare che il 'primo', seppur non in punta di diritto, imperatore romano, Ottaviano Augusto, rimase al potere per oltre un quarantennio. Ma perché si è arrivati al varo dell'euro, coronamento di un percorso che affonda le sue radici nei lontani anni Cinquanta, il 25 marzo 1957?

In seguito al significativo rallentamento dell'attività economica europea negli anni Settanta e Ottanta, più che dimezzata al 2,2% rispetto al 5,3% del decennio precedente, nonostante i futuri stati membri dell'Eurozona ricorressero alla tradizionale arma del deficit che si attestò mediamente intorno al 3,5% annuo, con importanti eccezioni, la disoccupazione dell'area lievitò a una media del 9,2%, muovendo da un contenutissimo 2,6% precedente.








Tra le cause principali il forte rallentamento del commercio comunitario, a fron-

«Pensare oggi a un'adesione della Svizzera all'Unione appare ancora forzato, dovendo tener conto di equilibri andati maturando in sette secoli della sua storia, per quanto qualche problema sicuramente lo risolverebbe»

Antonio Foglia,
Membro del board e azionista
di Banca del Ceresio



Giganti a confronto

	Pil (Tr. \$)	Tot. Deb./Pil	Abitanti (mln)	Bilancia com. (% Pil)
 Ue	19,1	272%	513,5	1,4%
 €	13,6	275%	341,9	3,5%
 Cina	14,2	304%	1393	0,4%
 Ch	0,7	282%	8,5	10,2%
 Us	21,3	256%	327	-2,4%
 Uk	2,8	287%	67,5	-3,9%
 Jp	4,9	395%	126,3	3,5%

Fonte: Imf, Oecd, W. Bank

te di significative barriere non tariffali ancora presenti nei settori più innovativi al tempo. Con il progressivo delinarsi del mercato comune europeo si giunse presto allo scoglio della necessaria stabilità dei tassi di cambio, qualcosa che al tempo era impossibile assicurare. Da qui la naturale evoluzione in direzione dell'euro, l'unico strumento in grado di garantire al contempo: libero scambio, mobilità dei capitali, indipendenza della politica monetaria unica, e un tasso di cambio fisso tra i membri. L'unica importante precondizione era la rinuncia alle monete nazionali, decisione che avrebbe però portato al conseguimento di tutti gli obiettivi preposti. **L'Oca Theory.** Un'area valutaria ottima, definita dall'acronimo anglosassone Oca (*Optimal Currency Area*), è il dominio geografico ottimale di una singola valuta, o di più valute, il cui tasso di cambio sia stato irrevocabilmente fissato. Una sua prima versione, e dei requisiti che tale Area debba soddisfare, venne formulata nel corso degli anni Cinquanta con il significativo contributo del premio Nobel per l'economia

L'Impero Romano, nel momento della sua massima espansione, sotto Traiano, abbracciava le regioni di gran parte degli Stati che fanno oggi parte dell'Unione Europea, oltre che dell'Eurozona. I confini degli uni sono evidenziati in rosso, così come le capitali degli altri. Sopra, un confronto tra i 'Giganti' economici.

Robert Mundell. Teoria che non ha mai goduto di particolare favore accademico, in virtù dei suoi numerosi limiti, ritenuti in larga parte difficilmente aggirabili.

Infatti, «Mundell è forse il primo a porre l'accento sulla mobilità del capitale umano quale condizione necessaria all'ottimalità dell'area. Un requisito che è però in grado di porre una significativa ipoteca sull'intera teoria in quanto troppo semplicistica, in presenza di un mercato, quello del lavoro, soggetto a numerose variabili di tutt'altro che scontata gestione. I criteri di Maastricht avrebbero dovuto condurre l'Eurozona in quella direzione, ma oggi ne siamo anco-



«Per garantire la massima credibilità delle decisioni prese a Francoforte un grande aiuto potrebbe venire dal capoeconomista della Bce, Philip Lane, la cui partecipazione alle conferenze stampa, che seguono le riunioni di politica monetaria, dovrebbe iniziare a essere considerata»

Stefan Gerlach,
Capoeconomista
di Efg Bank

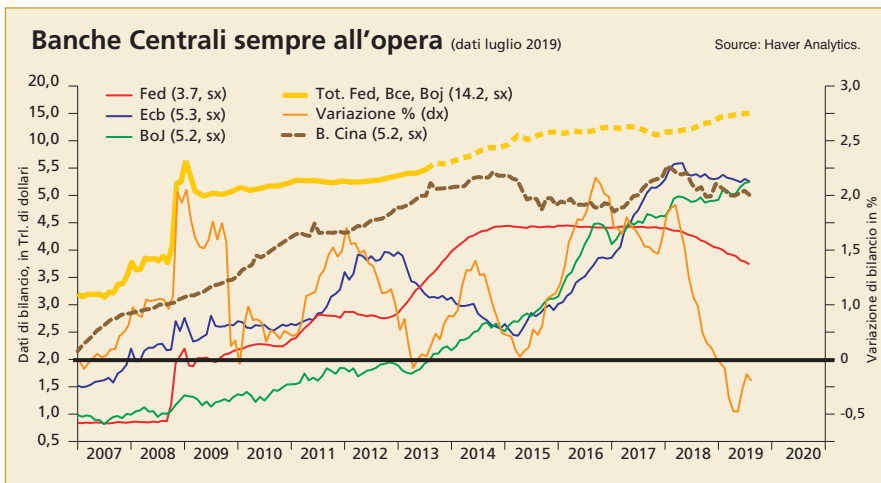
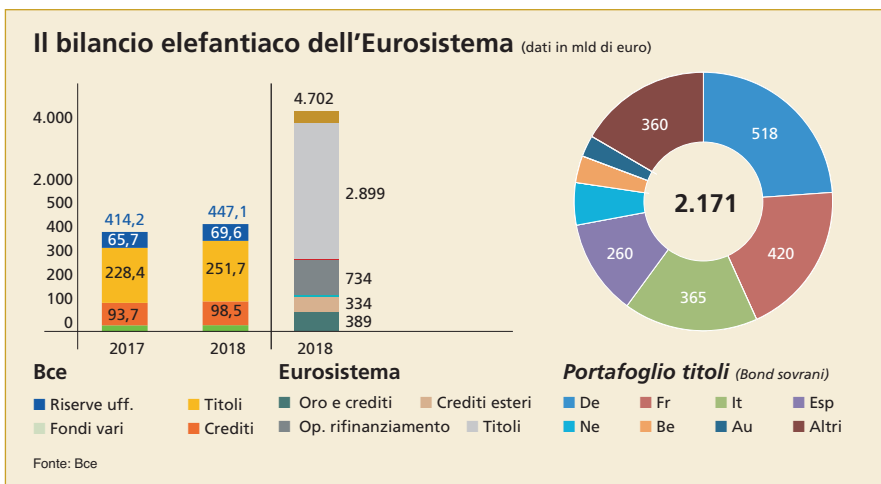
nomica e fiscale a quello politico. «Un importante successivo passo venne compiuto da Kenen, a fine anni Sessanta, che fece invece notare il necessario coordinamento tra politiche monetarie e fiscali dell'Area, che in presenza di un meccanismo perequativo, su modello degli Stati Uniti o della Svizzera, le garantirebbe un funzionamento comunque vicino all'ottimale. Del resto all'interno di una nazione i trasferimenti di risorse fiscali tra regioni, in presenza di significativi shock, sono una pratica comunemente accettata, che contribuisce in larga parte nello stemperare la logica opposta della politica monetaria obbligatoriamente unica, quella del 'One size fits all'. Cosa che non avviene invece in Europa», prosegue il professore.

In tal senso lo statuto della Bce non sembra aiutare. Nata sulla falsa riga della Bundesbank tedesca, ha ricevuto quale unico mandato il mantenimento della stabilità dei prezzi, posto arbitrariamente al 2%, pur in presenza di un dibattito recente intorno al tema. Un obiettivo che, seppur non in apparente contrasto con la teoria, risulta tale se in netta contrapposizione a politiche fiscali opposte. Senza farlo apposta è proprio il caso dell'Eurozona, dove una politica monetaria ultraespansiva controbilancia politiche fiscali limitate, laddove non restrittive, non coordinate centralmente, e in assenza di alcuna forma di armonizzazione ad esempio dell'Iva.

Problemi congiunturali. Pensando all'Eurozona degli ultimi anni, non sono certo mancati problemi, con marcati squilibri tra stati nazionali, sempre più evidenti. E nonostante le molte proposte di soluzioni ai numerosi problemi, ben poche sono state effettivamente adottate. Il tutto accompagnato da un quadro congiunturale in rapido deterioramento, che potrebbe complicare di molto l'impasse.

«L'area dell'euro ha conosciuto per tre anni una disomogenea ma sostenuta crescita economica, accompagnata da un netto miglioramento del mercato del lavoro, con una disoccupazione tornata sui minimi storici, intorno al 7,5%. Una dinamica che non ha però caratterizzato tutti gli stati membri: se ad esempio la Germania è cresciuta in maniera importante, non si può dire lo stesso dell'Italia, che non ha ancora raggiunto i valori precedenti allo scoppio della Crisi», sottolinea Fabio Bossi, delegato della Banca Nazionale Svizzera alle relazioni economiche regionali.

A pesare un persistente clima di incer-



Le Banche Centrali delle principali regioni economiche sono ormai da un decennio all'opera per sostenere e sostituirsi ai rispettivi Governi. In tutto questo tempo le risposte offerte dalla Politica sono state ben poche, il tempo che è stato 'comprato' non è sicuramente stato ben speso. All'orizzonte di decisioni se ne vedono poche, proprio mentre gli arsenali monetari vanno svuotandosi.

ra molto lontani, e paradossalmente tale requisito potrebbe porre qualche interrogativo anche nel caso di numerosi altri Paesi, ad esempio la Svizzera», esordisce così Sergio Rossi, professore di macroeconomia e politica monetaria presso l'Università di Friburgo.

Numerosi i requisiti, che davano però anche 'molto per scontato', dal ruolo della Banca Centrale a quello degli altri istituti di credito, dal grado di integrazione eco-

tezza che è arrivato a interessare tutte le principali aree economicamente rilevanti, dalla vecchia Europa agli Stati Uniti. «Quello che sino a pochi mesi fa era ancora un andamento congiunturale positivo è ora caratterizzato dalla debolezza del settore industriale che tocca in modo trasversale molti Paesi europei, Germania inclusa. Le ragioni sembrano essere molteplici: dal perdurare di instabilità politiche, riforme strutturali non intraprese, contese commerciali e il timore di tensioni geopolitiche», prosegue il delegato.

Risposte monetarie? Ma se l'economia reale non smette di segnalare le sue difficoltà, a tardare sono le soluzioni, a fronte di un impianto istituzionale europeo ancora incompleto nelle sue parti più sostanziali, le possibili risposte che l'Eurozona può mettere sul piatto in tempi rapidi continuano a essere di natura monetaria. «Una parte significativa del problema è allo stesso tempo parte della soluzione temporanea che le istituzioni sono al momento in grado di offrire: le Banche Centrali. Negli ultimi anni si è assistito sempre più spesso al crescente protagonismo di tali attori che sono andati arrogandosi, probabilmente più per necessità che esplicita volontà, competenze che nulla avevano e che dovrebbero continuare a non avere con loro. Una fuorviante lettura estensiva dei loro mandati le ha spinte a preoccuparsi in un primo tempo di stabilità finanziaria, poi della volatilità dei mercati, ora della piena occupazione e dell'andamento dell'economia reale. Problemi veri, di peso, ma che ormai non hanno più nulla a che fare con il loro compito: la politica monetaria. E i risultati si vedono, soluzioni parziali e temporanee sono spesso accompagnate da disastri», esordisce così Antonio Foglia, azionista e membro del Board di Banca del Ceresio.

Una risposta al crescente attivismo che nelle ultime settimane sta connaturando la comunicazione della Bce, che potrebbe tornare in azione già da settembre, se si vuole dar credito ad autorevoli e inaspettate voci del nord Europa. «A breve è atteso un nuovo taglio dei tassi di riferimento nell'Eurozona, dell'ordine dei 10 punti base, seguito probabilmente da un secondo già in ottobre. Sarebbe un segnale importante per i mercati, che potrebbero tornare a contare anche su nuove aperture della Bce, soprattutto contestualmente a una fase di tiering, ovvero la parziale esenzione dal pagamento degli interessi negativi sui depositi bancari presso l'Istituto di Fran-

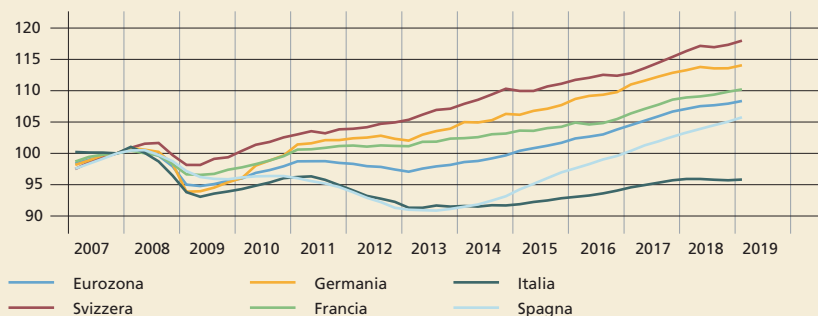
«L'elevato indebitamento di alcuni Sovrani continuerà a rallentare il processo di integrazione fiscale dell'area, lasciandola nei fatti vulnerabile a shock esterni e al rallentamento della domanda globale, in presenza dell'arsenale di Francoforte sempre più spuntato»

Elena Guglielmin,
Cio di Ubs Wealth Management



Pil reale dell'Eurozona e della Svizzera

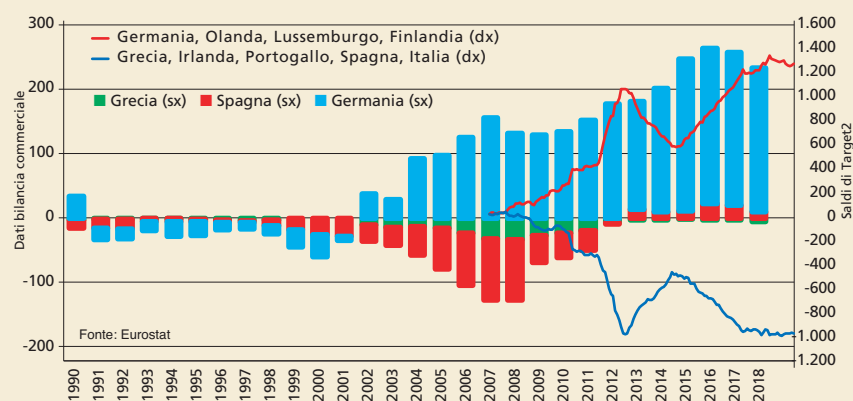
Indice 100 al Q4 2007



Fonte: Bns

Target2 ha davvero rilevanza economica?

(Dati in mld di euro)



Fonte: Eurostat

coforte. Senza scartare la possibilità di un ritorno a operazioni di acquisto massiccio di titoli, che finirebbero con il comprimere ulteriormente i rendimenti», sottolinea Elena Guglielmin, Cio di Ubs Wealth Management.

Eppure, probabilmente la vera rassicurante notizia degli ultimi mesi, che ha contribuito forse erroneamente nel tranquillizzare gli investitori è il completamento delle nomine in seno alla Bce, a partire pro-

La crescita vissuta dall'Eurozona negli ultimi mesi è stata tutt'altro che omogenea, con stati come l'Italia che non hanno ancora raggiunto i livelli precedenti alla Crisi. L'export ha trainato la crescita dei campioni europei, Svizzera inclusa, mentre i saldi di Target2 sono andati aprendosi. La vera domanda è però se tali saldi abbiano ormai davvero una qualche rilevanza economica, o meno.



«Instabilità e rischi geopolitici influenzeranno i mercati nei prossimi mesi, ma la ricerca di rendimento da parte degli investitori, e l'azione delle Banche Centrali, potrebbero spingere le valutazioni dell'azionario ancora più in alto»

Delio Monti,
Investment Consultant
di Credit Suisse Svizzera

prio dal suo futuro presidente, in carica dal prossimo novembre: Christine Lagarde.

Su quali saranno le sue decisioni dei prossimi anni qualcosa potrebbe già essere letto nei primi atti compiuti dall'ormai ex direttrice del Fondo Monetario Internazionale. «La prima domanda che si è posta immediatamente dopo l'annuncio della nomina della Lagarde è se sarà all'altezza del suo predecessore, Mario Draghi. A suo favore gioca sicuramente l'esperienza maturata dal 2011 in avanti presso un organismo autorevole quale l'Fmi, di contro ci

sono alcuni 'ma'. Dal sospetto di eccessiva politicizzazione dell'istituto centrale, alla mancanza di competenze tecniche dei suoi vertici, alla lontananza dal mondo economico tedesco, che costituisce circa un quarto della popolazione dell'Eurozona», evidenzia Stefan Gerlach, attuale Capoeconomista di Efg Bank ed ex vice Governatore della Banca d'Irlanda.

Rischi tutt'altro che trascurabili, basti pensare a Lagarde, che è stata ministro dell'economia francese, esperienza in comune con il suo vice presidente, De

Guindos, per la Spagna, nominato lo scorso anno, pur in presenza di qualche dubbio. «Molti hanno visto la riduzione degli spread in Italia e nei Paesi del sud Europa come una conferma che il mercato si aspetta una maggiore sensibilità della Bce alle esigenze delle economie del sud Europa. Il tutto deve comunque considerare che, per quanto le si possa portare fino all'estremo, le sole politiche monetarie non sono sufficienti in caso di recessione. Si dovrebbero, infatti, rivedere nel complesso le politiche fiscali dell'Eurozona che ora sono inefficaci. Questo tuttavia richiederebbe un cambio di prospettiva e molti ministri delle finanze preferiscono, invece, lasciare il peso di sostenere la domanda sulle sole spalle della Bce», prosegue l'ex vice Governatore.

Eppure il problema principale cui si troverà confrontata la presidente in pectore potrebbe essere un altro, da un punto di vista politico molto più delicato, nonché difficilmente aggirabile, a cose ormai fatte. Se a Bruxelles fosse andato un francese, e a Francoforte un tedesco, la storia sarebbe radicalmente cambiata, in meglio. «Se effettivamente la nomina fosse stata a favore dell'attuale governatore della Bunde-

Il Cul-de-sac è Reale

Sin dai primi mesi di università si è, o forse più probabilmente si era soliti dire, che per prendere confidenza con i mercati finanziari un passo preliminare potesse essere guardare a quelli valutari. Alla base una ragione molto semplice: la volatilità molto contenuta, in presenza di variazioni infinitesimali. Peccato che questo non sia più valido. Dati alla mano, la sterlina nel corso degli ultimi mesi è arrivata a perdere anche il 20% rispetto alle altri principali valute, segnale lampante di un enorme problema che ormai si sta avvitando intorno a una delle principali piazze finanziarie globali, di ieri, forse non più di domani.

«Il Regno Unito è uno stato privo di costituzione, retto quindi da un delicato equilibrio di 'consuetudini' istituzionali centenario, che Brexit, una sciagurata decisione politica, giustificata dal tornaconto di un partito, e forse spinta da una degenerazione

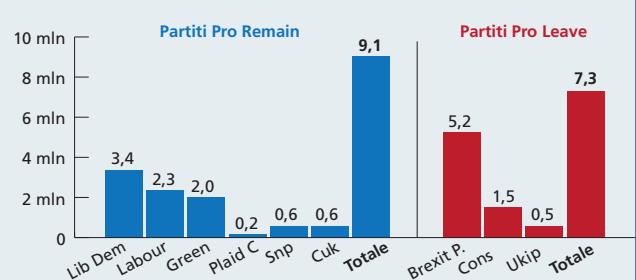
europea, ha 'giocato' a referendum. Un istituto poco usato e quindi privo delle consuetudini necessarie a una sua efficace gestione», commenta Antonio Foglia, azionista di Banca del Ceresio, da Londra. Una crisi priva di precedenti, dunque di prassi che possano essere seguite per uscirne, a distanza ormai di tre anni dal suo inaspettato inizio. Cosa succederà?

«Se l'esito è incerto, le conseguenze saranno in ogni caso pesantissime, di cui una parte è già visibile. La reazione di Westminster alle intenzioni di Boris Johnson è tutt'altro che scontata, ma il comportamento del primo ministro, in passato pragmatico e opportunistico lascia ben sperare, nell'interesse di tutti», conclude Foglia. Eppure, la soluzione più percorribile rimane: ritornare sui propri passi, 'salvando la faccia' con un nuovo voto, sia esso politico, o nuovamente referendario.

Sterlina: cinque anni di passione



Leggere le Europee di maggio in chiave Brexit? (Uk, mln di voti)





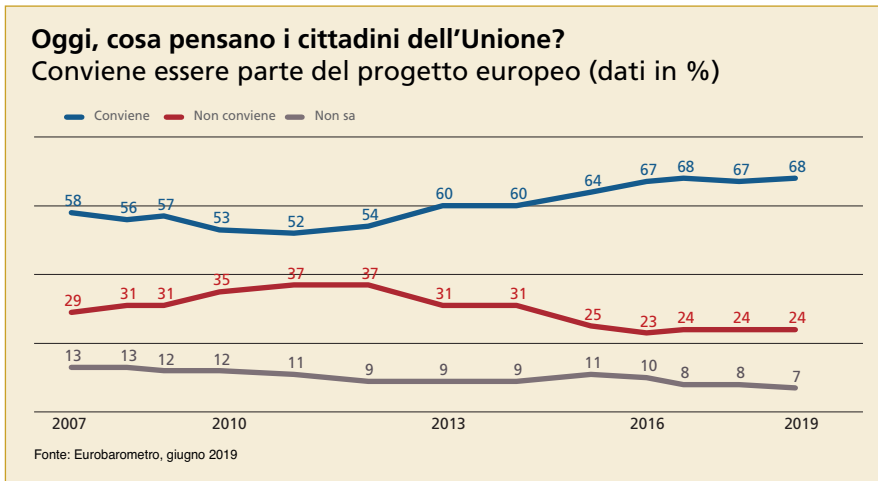
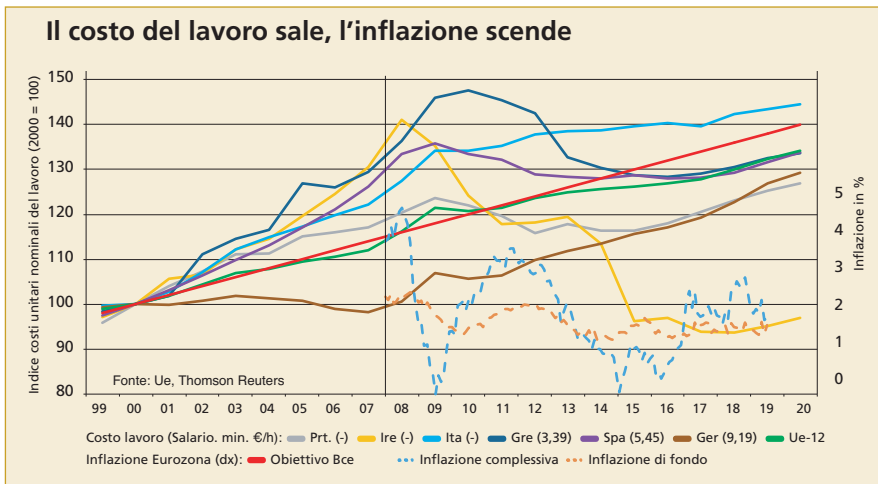
«Ci attendiamo una crescita dell'1,5% per il 2019, con un tasso di disoccupazione contenuto e un'inflazione moderata, a fronte di una dinamica congiunturale ancora solida per l'economia elvetica»

Fabio Bossi,
Delegato Bns
per la Svizzera italiana

compiuti negli ultimi anni, su sprone della Crisi, i mercati europei dei capitali continuano a rimanere balcanizzati, e in assenza dei giusti incentivi a procedere con fusioni transnazionali le fragilità sono destinate a permanere. Tutto questo rende nei fatti impossibile il sempre più necessario formarsi di un mercato unico dei capitali, che potrebbe poi essere preso a modello per un'operazione analoga a livello internazionale», chiosa Foglia.

Rischi, di influenza politica e limitata expertise, che nell'immediato Francoforte deve categoricamente riuscire a togliere dai pensieri dei mercati, pena il minarsi dell'azione dell'unico attore efficace e reattivo a disposizione dell'intera area non solo monetaria, ma anche e soprattutto economica. «Una delle prime incombenze della Lagarde, cui dovrebbe iniziare a dedicarsi sin da subito, è di chiarire che opererà in continuità con Mario Draghi. Inoltre, dovrà attuare un'operazione di 'charme' in Germania per convincere gli scettici che la sua politica monetaria è corretta. Per garantire la massima credibilità delle decisioni prese a Francoforte un grande aiuto potrebbe venire dal capoeconomista della Bce, Philip Lane, già governatore della Banca centrale irlandese, la cui possibile partecipazione alle conferenze stampa che seguono le riunioni di politica monetaria dovrebbe iniziare a essere seriamente considerata», sottolinea Gerlach.

Le istituzioni europee. Il tanto inevitabile quanto ineludibile precipitato ultimo di tali operazioni intraprese dalla nuova presidente dovrebbe essere la messa in discussione dell'impianto teorico e concettuale stante a monte delle attuali regole europee, conseguentemente avallate dalle istituzioni del vecchio continente. Dalla loro adozione negli anni Novanta a oggi molto, quasi tutto, è cambiato: dai tassi di crescita ai tassi d'interesse di più lungo periodo, con il relativo margine di manovra circa il servizio dei debiti pubblici dei Paesi avanzati. «Lo slancio geniale di Draghi nel luglio 2012 fu di 'congelare', con una 'semplice' affermazione, un'area insostenibile, e riconosciuta tale, dallo stesso Eurosummit del giugno di quell'anno. Tutti concordavano sulla necessità di una maggiore integrazione fiscale, finanziaria e politica, su queste basi la presa di posizione di Draghi. Il problema è che poi la politica si è rilassata, al venir meno dello sprone dei mercati, e ad oggi di soluzioni se ne sono viste ben poche. Peggio, si è



L'esplosione dei costi del lavoro in seno all'Eurozona, in maniera disomogenea, mina la competitività dei sistemi economici nazionali, e complica la gestione della politica monetaria unica della Bce, mentre l'inflazione è sparita dai radar. Intanto, il sentimento dei cittadini nei confronti dell'Unione è in lenta ma costante risalita, anche in questo caso con rilevanti differenze.

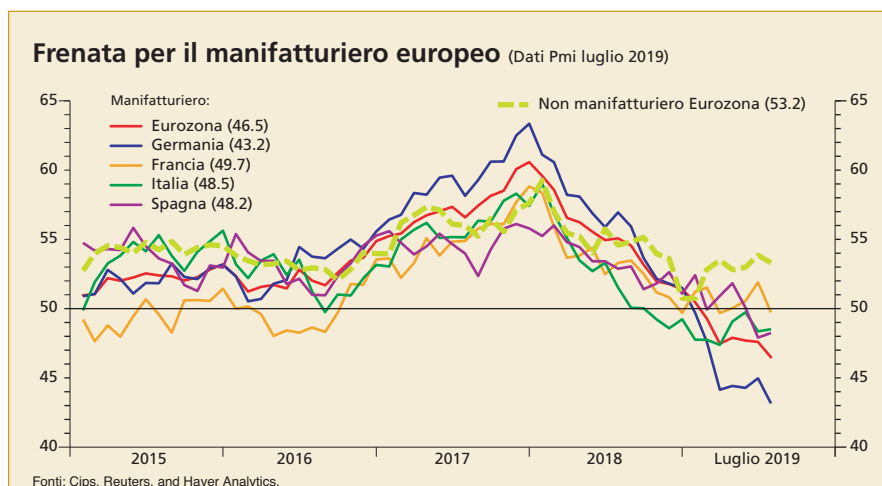
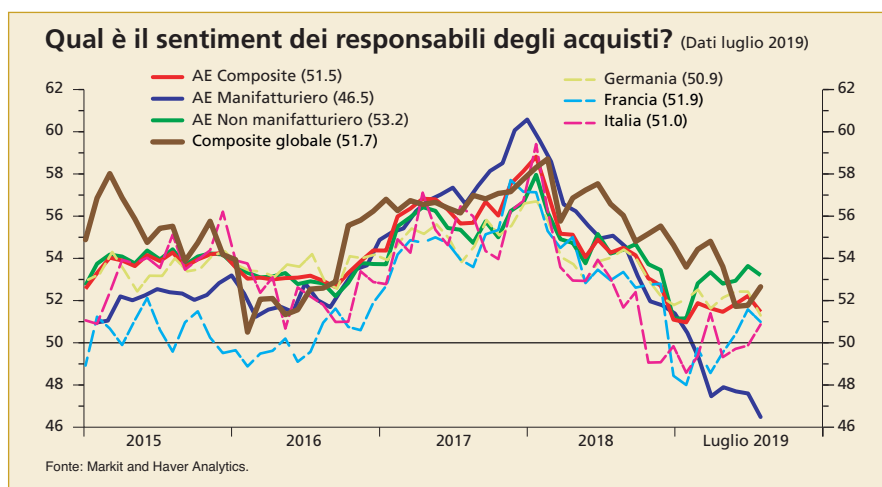
sbank, Jens Weidmann, come si pensava, la ricerca di consenso e supporto negli ambienti politici ed economici tedeschi sarebbe stata comunque difficile, ma meno di quanto non sarà per Lagarde. Solo un tedesco, della sua caratura, avrebbe avuto la strada relativamente spianata per poter prendere quelle decisioni di cui l'Eurozona ha grandissimo bisogno, e che vengono rimandate puntualmente sin dal suo esordio. Nonostante infatti i passi in avanti

persa di vista anche la volontà di correggere la rotta. Alle parole erano poi seguiti i fatti, le prime operazioni straordinarie, i Tltro, erano legittimi obiettivi di politica monetaria: approvvigionare di credito le banche della periferia europea, garantendo una più corretta trasmissione delle politiche di Francoforte. Liquidità destinata alle imprese, a fronte di un interbancario sclerotizzato», prosegue l'azionista di Banca del Ceresio, da Londra.

Ciò nonostante, un po' per fortuna, un po' per caso, gli scogli superati dall'Eurozona sin dalla sua nascita sono ormai innumerevoli. Un esperimento, quello dell'euro, mai tentato in precedenza, che ha sempre visto un interessato scetticismo da oltre Manica, e oltreoceano, ma che nei fatti è una realtà con cui fare i conti. Non fosse altro per la sua rilevanza economica e finanziaria, che in aggregato non è paragonabile ai suoi Membri presi singolarmente, l'euro è ormai una delle principali valute di riserva, subito dopo all'ancora onnipotente, ma affannato dollaro. «I vertici delle vituperate istituzioni europee sono comunque riusciti a superare anche i postumi della Crisi, giocando di sponda sull'ausilio offerto dalla Bce. Gli squilibri macroeconomici endemici dell'Eurozona, disavanzi di bilancio e delle partite correnti, sono in graduale riassorbimento, grazie alla ripresa che c'è stata. Tuttavia l'elevato indebitamento di alcuni Sovrani continuerà a rallentare il processo di integrazione fiscale dell'area, lasciandola nei fatti vulnerabile a shock esterni e al rallentamento della domanda globale, in presenza dell'arsenale di Francoforte sempre più spuntato», precisa la Guglielmin. **Il sovranismo.** L'impianto istituzionale europeo, del resto, nasce con un significativo vulnus, una lacuna tanto necessaria quanto voluta, che era però precondizione al suo stesso costituirsi. L'incompletezza originaria era infatti necessaria, perché i Membri accettassero di aderirvi, senza rinunciare in blocco a troppe prerogative, nonché voluta dai suoi architetti, Delors in testa, che confidavano nell'insorgere di una crisi che avrebbe avuto la forza di spingere gli Stati a fare quegli ulteriori passi in avanti indispensabili alla sostenibilità dell'area. Passi che trent'anni dopo dall'inizio di tutto ancora non sono stati interamente compiuti. «Il 'sovranista', protagonista del momento della politica europea o antieuropea, è un soggetto che auspica un più o meno marcato ritorno all'autorità

«Se le aspettative del mercato venissero deluse dalle decisioni delle Banche Centrali, potremmo trovarci confrontati a una nuova fase di alta volatilità, da qui la valutazione di soluzioni di risk management, o strumenti 'capital protected'»

Norman Villamin,
Cio Private Banking
di Union Bancaire Privée



dello Stato nazionale in quei settori, dal governo dell'economia all'intervento nel settore sociale, dove l'Unione Europea è venuta rivelandosi sempre più pervasiva e performativa. Se da un lato è accusato di sabotare l'economia incentivando gli egoismi, dall'altro si professa sensibile alle esigenze del territorio, nonché vocato alla conservazione della sua identità culturale», afferma Raimondo Fassa, docente di Politiche Pubbliche Ue presso Aseri, sotto al

Il significativo rallentamento che è ormai in atto nell'Eurozona, oltre che in Europa, è comune a tutti i Membri, ma sta colpendo predittivamente il manifatturiero, con gli indici ai minimi degli ultimi anni. L'Europa è stata storicamente 'culla' e rimane tutt'oggi il vero polo mondiale della manifattura, ago della bilancia per le sorti economiche delle principali regioni. Come reagire alla frenata?



«Nonostante gli sforzi compiuti per ricondurre l'Unione alle logiche della statualità il tentativo oltre che essere molto complesso, è perfettamente inserito nei tempi lunghi della politica, in contrasto con le esigenze quotidiane dei cittadini»

Raimondo Fassa,
Accademico e Politologo italiano,
ex Europarlamentare

Elezioni europee: è rivoluzione?

Seggi all'europarlamento per partito (ultime tre elezioni)

	Ppe	Re	S&D	Verdi/Ale	Ecr	Gue/Ngl	Alde	Eld	Efd	I&D
2009	268		184	55	54	35	84	32		
2014	221		191	50	70	52	67		48	
2019	182	108	153	74	62	41				73

L'appuntamento elettorale di fine maggio avrebbe dovuto rappresentare la vera decisiva svolta della politica dell'Unione Europea, minando alla base qualunque speranza futura di ulteriori progressi, su un piano politico, economico, e peggio istituzionale. In realtà, non è successo per l'ennesima volta pressoché nulla, o comunque in grado di alterare in maniera radicale gli equilibri andati formandosi nell'arco degli ultimi tre decenni. Il che costituisce, a seconda dei punti di vista, una fantastica, buona o pessima notizia. Quello che è certo è che se sarebbe dovuta essere Rivoluzione, questa non c'è stata. «All'interno del Parlamento europeo i tradizionali partiti europeisti hanno mantenuto una solida, seppur risicata, maggioranza, in grado di contenere qualunque 'pulsione' di matrice sovranistica. Le sfide che però dovrà affrontare la non ancora insediata commissione, a guida Von der Leyen, appaiono formidabili: politiche, il contenimento prospettico di sovranisti e antieuropeisti; sociali, la gestione dell'immigrazione; ed economiche, rispondendo al rallentamento in atto», precisa Elena Guglielmin, per Ubs. Senza dimenticare quelle istituzionali, probabilmente le più necessarie e decisive per la sopravvivenza di un progetto, quello europeo, che nessuno può permettersi fallisca, in Europa e nel mondo.

cappello dell'Università Cattolica di Milano, politologo ed ex europarlamentare del Gruppo Eldr, e vice presidente della Commissione Cooperazione e Sviluppo.

Ma come e perché nasce il 'Sovranismo'? «È il frutto della sempre più forte divaricazione che è andata instaurandosi tra Stato e statualità, termine che riassume i quattro 'beni' politici collettivi sino a ieri ritenuti irrinunciabili: la democrazia, ossia la possibilità di ricondurre la matrice di buona parte delle decisioni politiche a una forma di volontà popolare; l'identificazione

della rappresentanza politica quale risultato di un confronto popolare; la possibilità per il cittadino di beneficiare di uno standard minimo di prestazioni sociali e, da ultimo, il legame netto tra partecipazione politica e pagamento dei tributi, ispirato allo storico *no taxation without representation*. Il problema è che almeno in parte questo è vero, e che l'Unione di oggi non sarebbe comunque sicuramente in grado di garantirli», prosegue il politologo.

Una verità tanto radicale quanto profonda, che i due schieramenti contrapposti,

sovranisti ed europeisti, non mettono in dubbio, anzi. Da un lato i sovranisti dibattono della probabilità che l'Unione possa svolgere tale ruolo, dall'altro gli europeisti rimandano a 'domani' la risoluzione dell'amletico dilemma, additando i sovranisti quale principale ostacolo a una maggiore integrazione europea, che sarebbe però l'indispensabile preconditione a che questo possa verificarsi. «Entrambi i fronti hanno ragione, nel presente, dove in concreto ognuno di noi trascorre la propria esistenza, gli uni prudentemente tacciono, gli altri rassegnatamente rimandano a una mutata 'natura delle cose'. A essere mutato è infatti molto, soprattutto l'economia è a poco a poco venuta facendosi politica, per necessità, e ha piegato la politica a regole che nei fatti negano o confliggono proprio con quei quattro beni politici fondamentali ritenuti ancora oggi irrinunciabili, almeno in Occidente. Giustamente l'economia segue logiche diametralmente opposte a quelle della politica, non riconduce sicuramente le decisioni a una 'volontà collettiva', non conosce le elezioni, cerca di accumulare capitale invece che distribuire reddito, e si guarda con crescente interesse dal vincolare peso decisionale a soggezione tributaria, è il caso dello shopping fiscale», evidenzia Fassa.

Nei primi anni Cinquanta, segnatamente tra il '50 e il '54, a livello europeo prese il la il progetto di una prima forma di unione, la Comunità europea della difesa. Nelle intenzioni dei firmatari su impulso di Francia e Italia, sarebbe dovuto essere il primo passo di una cooperazione rafforzata in ambito militare, premessa al formarsi degli ormai noti Stati Uniti d'Europa. Inutile dire che in breve tempo, nell'arco di due soli anni dalla firma dell'accordo, il progetto naufragò miseramente, ma non smisero i tentativi successivi per riuscire a raggiungere un risultato che fosse anche solo paragonabile. Alla base di tutto, sin da allora, la consapevolezza che presi singolarmente gli stati europei non avrebbero mai più avuto voce in capitolo sullo scacchiere mondiale, da qui la necessità di una forma di unione. «A livello europeo il principale strumento di 'economicizzazione' della politica è consistito nell'opera dell'Unione Europea, che rispetto alla sua idea delle origini è oggi uno 'strumento consortile' per la creazione e la Governance di uno spazio economico in grado di competere efficientemente a livello globale. Nonostante tutti i progressivi sforzi

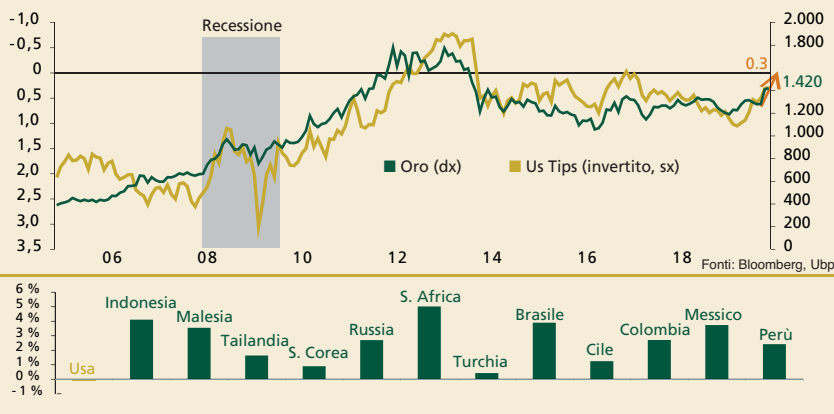


«In una nazione i trasferimenti fiscali tra regioni, sono una pratica comunemente accettata, che contribuisce a mitigare gli effetti della politica monetaria, unica.

Cosa che però continua a non avvenire in Europa»

Sergio Rossi,
Professore di Macroeconomia presso l'Università di Friburgo

La discesa degli interessi reali spinge oro, ed Emergenti (interessi reali)



L'azione continuata delle Banche Centrali, e gli annunci di 'nuovi piani' sta spingendo gli interessi reali ai minimi storici. Mentre l'oro torna a salire, la ricerca di una qualche forma di rendimento spinge verso i prodotti strutturati ed Emergenti.

domanda è quanto saranno negativi. Si puo' dubitare sulla loro efficacia come stimolo per l'economia reale, ma non del loro ruolo di sostegno agli asset finanziari. Emblematico è il caso del Bund, che sconta ormai rendimenti negativi lungo tutta la curva scadenze. Contestualmente, il controvalore dei titoli con rendimento negativo è pari a 16 trilioni di dollari. Il problema può essere compensato a livello obbligazionario dal capital gain, ma è irrisolvibile per la liquidità. Da qui un sottopeso per obbligazioni e titoli di stato a rating elevato, preferendogli obbligazioni corporate investment grade in euro e debito emergente in valuta forte, posizione che in caso di allentamento quantitativo permetterebbe di sfruttare il carry. A livello

tematico, in Europa, puntiamo su strategie basate sui dividendi, dove il divario di rendimento tra dividendi e titoli sovrani è risalito al 4%», precisa l'esperta di Ubs.

Mercati europei dunque osservati speciali, con qualche distinguo. «A livello borsistico si sono già realizzati buoni guadagni per il 2019, ma le prospettive di crescita degli utili sono modeste, dunque per prevedere ulteriori rialzi va scontato un re-rating dei multipli di valutazione, un'eventualità non più così remota, guardando in prospettiva al nuovo Qe targato Draghi-Lagarde», chiosa il Cio di BlueStar.

Ma se il rischio di alterchi commerciali sino-statunitensi rappresenta un'importante ipotesi per l'economia reale, così potrebbe non essere per almeno una parte di investitori 'alla finestra'. «Instabilità e rischi geopolitici caratterizzeranno l'andamento dei mercati per i prossimi mesi, ma la costante ricerca di rendimento degli investitori, accompagnata dall'azione delle Banche Centrali, potrebbero spingere le valutazioni dei mercati azionari ancora più in alto. Benché ci si possa attendere un ulteriore rallentamento del settore

manfatturiero, crediamo che i mercati azionari offrano ancora dei rendimenti attrattivi. Gli investitori devono comunque essere consapevoli che dopo i forti rialzi di giugno delle prese di profitto sono ancora possibili. Il mercato Usa resta il nostro preferito», chiarisce Delio Monti, Investment Consultant di Credit Suisse.

Allo stesso tempo l'eccessivo affidamento sull'azione delle Banche Centrali potrebbe sollevare qualche problema. «Nel caso in cui le aspettative del mercato venissero deluse dalle decisioni comunicate nelle prossime settimane, potremmo trovarci confrontati a una nuova fase di alta volatilità, da qui la valutazione di soluzioni di risk management e una crescente esposizione a prodotti strutturati parzialmente 'capital protected', il cui costo verrebbe comunque compensato dalla concreta possibilità di nuova instabilità. In alternativa, sfruttando titoli meno sofisticati, puntare su titoli a duration contenuta, detenendoli però sino a scadenza, o nel caso dei mercati europei titoli ibridi», sottolinea Norman Villamin, Cio Private Banking di Ubp.

E prosegue: «I nuovi allentamenti di politica monetaria promossi da Fed, Bce e Banca Centrale Cinese, saranno accompagnati da similari azioni promosse da Canada, Messico e Brasile, che contribuiranno nell'alimentare un contesto molto favorevole all'apprezzarsi del metallo giallo, a fronte di instabilità, calo degli interessi reali e relativa forza del dollaro. I probabili programmi di sostegno promossi in Germania e Giappone, dove presto salirà l'Iva, possono spingere a guardare con interesse ai mercati emergenti, soprattutto al Brasile, dove è iniziata una positiva stagione di importanti riforme economiche, in primo luogo previdenziali, che stanno consolidando il clima di fiducia».

Voltare pagina. Un numero crescente di problemi, ormai anche esterni all'Eurozona, ma che a fronte della sua incompletezza la colpiscono pesantemente, dovrebbe esigere almeno qualche soluzione, che permetta nuovamente alle istituzioni di 'comprare tempo', aspettando un contesto favorevole a procedere verso gli ineludibili e ormai ben noti passi in avanti, lungo il sentiero stretto di un'ulteriore integrazione. «Accanto ai problemi reali dell'area ve ne sono altri che sfortunatamente hanno una certa presa mediatica e finanziaria, e vengono conseguentemente sollevati con ricorrenza, che a essere precisi non sono però tali. È ad esempio il caso di Target2

(il sistema interbancario europeo di pagamenti), un meccanismo che riflette la barocca composizione del sistema dei pagamenti europeo, la cui preconditione politica *illo tempore* era stata proprio la 'conservazione' degli istituti nazionali. La Bce è oggi logicamente l'unica vera Banca Centrale dell'Eurozona, quelle nazionali sono dunque semplici filiali geografiche di rappresentanza, che rivestono ancora un importante ruolo politico, privo però di alcuna rilevanza finanziaria. Ne deriva che gli attuali 'preoccupanti' saldi di Target2 si confermano un 'non problema', una semplice conseguenza della struttura del sistema. La questione semmai è il perdurante legame che vede Sovrani e sistemi bancari nazionali strettamente vincolati, con mercati tutt'oggi balcanizzati», chiosa l'azionista Del Ceresio.

Un Mercato Unico che per quanto imperfetto e tale solo di nome, ma non di fatto, ha però già bruciato una serie di importanti tappe, proiettandosi verso l'agognato traguardo. Il commercio tra Membri dell'area dal 1992 a oggi è salito di sette punti percentuali, portandosi al 20% del Pil, parallelamente gli investimenti diretti esteri sono cresciuti di oltre il 35% nello stesso arco temporale. Processi incentivati dallo sviluppo di catene del valore tra Stati membri, che hanno tra l'altro garantito la sopravvivenza del tessuto industriale europeo, formato prevalentemente da Pmi, che competono e guardano oggi al mondo. Allo stesso tempo il divario di Pil pro capite tra stati si è ridotto significativamente, portandosi su un rapporto di 1 a 2, nella media degli Stati Uniti. Analogamente è avvenuta una progressiva sincronizzazione dei cicli economici, e una convergenza dei tassi di crescita, qualcosa che solo nel lungo periodo potrà avvenire anche per un ulteriore avvicinamento del Pil pro capite delle singole regioni. Un processo d'integrazione che però dovrebbe essere accompagnato da una diversificazione del rischio attraverso il sistema finanziario privato, un sostegno pubblico anticiclico nazionale e una capacità fiscale comunitaria.

«La soluzione dovrà passare da vedute di ampio respiro, che esulino da logiche e interessi nazionali, in cui l'integrazione economica dovrebbe rimanere al centro. In tal senso pensare a un'adesione della Svizzera all'Unione appare ancora forzato, dovendo tener conto di equilibri delicati che sono andati maturando in oltre sette

«A livello borsistico si sono già realizzati buoni guadagni per il 2019, ma le prospettive di crescita degli utili sono modeste, dunque per prevedere ulteriori rialzi va scontato un re-rating dei multipli di valutazione»

Mario Cribari,
Cio e Partner di BlueStar
Investment Managers, Gruppo Veco



Governi da (r)assicurare

E la stabilità? (Dati Ae, Uk: Elezioni e maggioranze parlamentari)

Paese	Au	Be	De	Sp	Fin	Fr	Gr	Ir	It	Lux	Ne	Prt	UK
Voto	'17	'19	'19	'19	'19	'17	'19	'16	'18	'18	'17	'15	'17
Voto	'19	'23?	'23	'19?	'23	'22	'22	'21	'20?	'23	'21	'19	'19?
Mag. Parl.	29-IX	52/150	398/709	x	117/200	379/577	158/300	97/158	?	31/60	76/150	6-X	?

Il vero problema del vecchio continente, anche a distanza di diversi anni dall'insorgere delle prime turbolenze finanziarie, continua a essere la forte instabilità politica. Alle 'maggioranze bulgare' cui si era abituati ancora nei primi anni della Crisi, e dopo i primi tremolii della periferia dell'Eurozona, sotto le bordate della minata credibilità dei debiti sovrani, la sorte di Grecia e Italia da eccezione si è confermata quale regola, coinvolgendo la stessa Germania, nella sua ultima 'Coalizione di Governo'. Guardando fuori dai confini francesi, per il resto quello che emerge è un quadro desolante, agli storici problemi italici sono andati aggiungendosene in Austria, Spagna, e Regno Unito, con maggioranze molto incerte, quando non in minoranza, in Belgio, Olanda, Grecia, e Lussemburgo. All'insorgere di una nuova crisi, prim'ancora della tenuta economica e finanziaria europea, cosa succederà a livello politico? Il vero *market mover* sarà ancora una volta politico: la ricerca spasmodica di stabilità.

secoli di storia, per quanto qualche problema sicuramente lo risolverebbe», prosegue Foglia. Quindi cosa aspettarsi?

«Di questi tempi il massimo possibile di utopismo, sembra coincidere con il massimo possibile di realismo. Come faceva Luigi Zanzi, ipotizzare dunque un'Europa delle Regioni, le cui aree geografiche non debbano coincidere con quelle dei singoli Membri, e con una rigorosa divisione dei compiti tra Unione e tali Regioni, potrebbe in fin dei conti dimostrarsi non così impensabile, ma forse addirittura preferibile, aggirando almeno in parte i veti incrociati degli Stati», conclude Fassa.

Gli ultimi anni stanno segnando una vera anomalia storica, in cui la teoria eco-

nomica ha completamente perso di vista l'economia, in presenza di beni materiali, l'immobiliare ne è l'emblema, che acquisiscono valore, come sottolinea Stefan Homburg, professore dell'Università di Hannover. Anomalia che vede nel tramonto del ruolo del tasso d'interesse un forse necessario ripensamento del capitalismo, come scrive l'ex rettore di Harvard, Lawrence Summers.

In tale delicato contesto, si inserisce il progetto europeo, dove un'Unione assimilabile a un impero, continua a vedere irrisolta l'amletica questione sollevata tempo fa da Kissinger, o forse erroneamente attribuitagli: Chi dev'essere chiamato oggi per parlare con l'Europa? □