

# L'ALPHA E IL BETA

4 giugno 2018

## L'anello debole

**L'euro e l'Europa sono al centro del confronto politico ma per capire le regioni dell'euroscetticismo bisogna tornare agli anni Settanta, quando si presentarono due fenomeni decisivi, le cui conseguenze arrivano sino a oggi**

Il recente confronto tra le forze politiche si è svolto soprattutto su Europa e moneta unica. Commenti sovrabbondanti, dichiarazioni ondivaghe, pubblica opinione polarizzata. Anche i mercati hanno fatto sapere con una certa veemenza quello che pensano, all'opzione definita "Piano B" hanno risposto con l'allargamento dello spread e, soprattutto, con il brusco innalzamento dei rendimenti del titolo a due anni, termometro della fiducia nella capacità di un paese a onorare gli impegni nel breve termine.

I mercati non sono un'entità misteriosa che manovra i destini degli stati, non sono una specie di gigantesca Spectre che manipola prezzi e rendimenti (come qualche incauto giornalista ha lasciato intendere). Nella realtà i mercati, ricordiamolo al colto pubblico e all'inclita guarnigione, sono l'habitat di una fauna variegata, il luogo dove cercano rendimento in cambio di ragionevole rischio anche i risparmi di milioni di persone, le loro pensioni, le loro sicurezze familiari. Sono un luogo certamente imperfetto, ma il meno imperfetto, dove si incontrano operatori che hanno obiettivi di segno diverso (uno acquista, l'altro vende) ma condividono le medesime informazioni. Sono un luogo "prepolitico" dove non ci sono preferenze di parte semmai aspettative sugli esiti economici delle scelte dei governi, senza giudizio alcuno sulle loro matrici ideologiche.

Spread e rendimenti a breve non hanno reagito a una certa soluzione di governo ma al rischio di ridenominazione del debito, di indebolimento della moneta, il bastione che assicura gli scambi e il valore del risparmio nel tempo.



La copertina dell'Economist del 2 giugno 2018

La Banca Centrale Europea, che lo scorso 1° giugno ha celebrato il ventesimo anniversario della costituzione, è garante della solidità della moneta unica, prima di barattare un asset sicuro con la lira o altre nuove forme monetarie, forse è bene interrogarsi sui costi economici e soprattutto sociali. I meno giovani ricordano i mini-assegni, i gettoni del telefono usati come moneta e l'inflazione, tassa nascosta pagata soprattutto dai più deboli. Non è vero che si stava meglio quando si stava peggio.

L'euroscetticismo non è un fenomeno solo italiano, è un sentimento radicato nelle pubbliche opinioni di tutta Europa. La crisi ha messo in evidenza le falle della costruzione europea, ha ampliato le differenze tra paesi del nord e del sud. L'incapacità di aggiustare i disequilibri e la perdita di competitività hanno allargato le platee degli euro-scettici, l'idea di poter fare da soli blandisce gli italiani come i tedeschi.

Non siamo soli. Dall'altra parte dell'Atlantico i "forgotten men" della Rust Belt hanno sancito il successo di Trump, a nord della Manica la diffidenza verso gli immigrati stranieri ha determinato l'esito del referendum del 2016, a est il rancore verso l'Europa occidentale è l'humus del nazionalismo dei paesi del "Gruppo di Visegrad".

Lo svilimento del lavoro e le disuguaglianze nella distribuzione della ricchezza costituiscono la Grande Faglia che attraversa questo tempo, fonte di incertezza e instabilità proprio come la grande faglia di Sant'Andrea che attraversa in profondità la California. Gli squilibri di sistema e l'origine dei movimenti "anti" affondano le loro radici in due grandi fenomeni che si manifestarono negli anni '70:

1. il primo fu la rivoluzione del sistema monetario internazionale. Il 15 agosto 1971 il presidente Nixon interruppe la trasmissione del telefilm Bonanza per annunciare agli americani e al mondo che il dollaro non sarebbe più stato convertibile in oro. Fu un "liberi tutti" che squassò l'ordine monetario globale, dissolse la trama dei cambi fissi ordita nel 1944, il mondo entrava nel territorio inesplorato dei cambi flessibili, dei tassi di interesse volatili e delle frequenti crisi finanziarie; fu impiantato l'embrione della finanziarizzazione dell'economia;
2. il secondo fenomeno fu la sorpresa di vedere, nelle economie avanzate, stagnazione economica accompagnata da inflazione. L'inflazione in assenza di crescita venne definita "stagflazione", fenomeno inedito che prese di sorpresa l'accademia e la politica.

Furono due cambi di paradigma, monetario ed economico, che alterarono l'equilibrio del secondo dopoguerra. Nel nostro paese la stagflazione pretese un pedaggio pesante in termini economici e sociali, nel 1960 il Financial Times premiò la lira con l'Oscar della moneta più stabile, negli anni '70 la divisa italiana divenne "liretta".

In quegli anni cominciò la progressiva svalutazione del lavoro in quattro semplici mosse:

1. la stagflazione fu un fenomeno che le teorie economiche neo-keynesiane non interpretarono compiutamente, Keynes e il paradigma della piena occupazione uscirono dalle università e dalle prassi di politica fiscale;
2. si fece strada l'idea della massimizzazione del valore per gli azionisti (shareholder value), obiettivo che divenne prioritario rispetto a reinvestimenti e crescita;
3. la delocalizzazione rese il lavoro più flessibile e precario;
4. l'inflation targeting diventò l'obiettivo principale della Federal Reserve, a premio sull'obiettivo della piena occupazione.

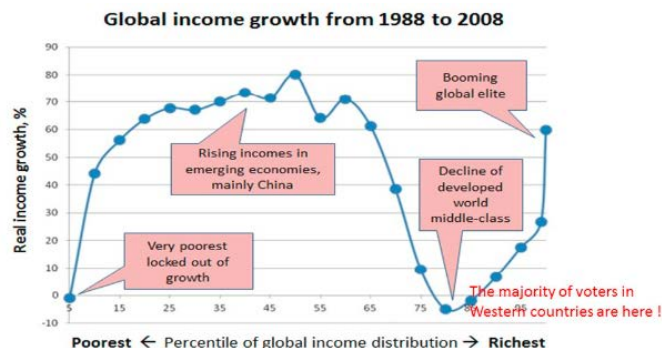
Sono gli anni delle liberalizzazioni e di prosperità economica ma sono anche gli anni in cui si interruppe il grande movimento di diffusione della ricchezza che aveva segnato i decenni dopo la fine della guerra.

La delocalizzazione e la smaterializzazione dei processi produttivi frenarono la crescita dei salari reali, per sostenere i consumi le banche centrali abbassarono i tassi, il debito fu così la stampella alla domanda. Tassi molto bassi per molto tempo diedero però origine a squilibri che vennero in superficie nel 2007 e deflagrarono nel 2008.

Le misure monetarie non convenzionali hanno preservato il sistema dal collasso ma hanno contribuito ad ampliare le disuguaglianze, l'eterogeneità dei fini ha fatto sì che rendimenti del capitale finanziario superiori a quelli delle attività reali hanno beneficiato i detentori di attività finanziarie, così che negli ultimi dieci anni i ricchi sono diventati più ricchi.

Siamo alla storia d'oggi.

Pochi giorni fa al Festival dell'Economia di Trento l'economista Branko Milanovic ha presentato il suo "grafico dell'elefante". È la raffigurazione statistica di chi ha vinto e di chi ha perso con la globalizzazione o, meglio, è la sintesi grafica dell'incapacità delle leadership politiche a governare i fenomeni.



Fonte: Branko Milanovic, World Bank 2012

La "schiena" dell'elefante registra soprattutto l'impetuosa crescita cinese e delle economie emergenti ma anche in Europa, nel nostro piccolo, non mancano i problemi: le politiche di austerità, accompagnate al vincolo della moneta unica, hanno provocato la svalutazione interna del lavoro, che ha pesato soprattutto sulle fasce deboli.

E' un fatto che le politiche europee non abbiano funzionato, che l'austerità abbia amplificato nelle pubbliche opinioni rancori e diffidenze. I costi economici e sociali della crisi sono stati sopportati dai paesi in deficit mentre "i paesi creditori non hanno voluto farsi carico della loro parte di peso, il sistema è difettoso" dice Paul de Grauwe.

Per l'euroscetticismo i vincoli dell'appartenenza sono le sbarre di una gabbia e, al di fuori di essa, cioè fuori dall'Unione Europea, ci sarebbero i vantaggi di una condizione alternativa di cui l'autonomia monetaria è il caposaldo.

Ma non è a causa dell'euro che il nostro paese ha perso posizioni di produttività e competitività, non è per l'euro se la giustizia amministrativa accumula ritardi o se la burocrazia è inefficiente.

Facile e auto-assolutorio addossare alla moneta la responsabilità di più generali inefficienze, aveva ragione Paolo Baffi, grandissimo governatore della Banca d'Italia, che riteneva la moneta "l'anello debole di una catena di relazioni economiche e sociali".

Abbandonare l'euro e l'Unione Europea non è un'opzione, rileggiamo quel capolavoro del pensiero politico che è "Exit, Voice and Loyalty" di Albert Hirschman, sofisticata analisi delle interazioni tra mercato, società e politica nelle fasi dello sviluppo e del declino.

L'intuizione di Hirschman del 1970 non solo conserva straordinaria attualità, ma si attaglia perfettamente alle condizioni del cantiere europeo: è la "voce", la presentazione cioè di argomenti che migliorino le condizioni dell'appartenenza, a dare sostanza alla "lealtà". L'altra opzione, l'"uscita", è sempre la meno desiderabile.



**Carlo Benetti** è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

[www.gam.com](http://www.gam.com) seguiteci anche su:



---

## Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.