



## LA NAVE DEI FOLLI

28 marzo 2013

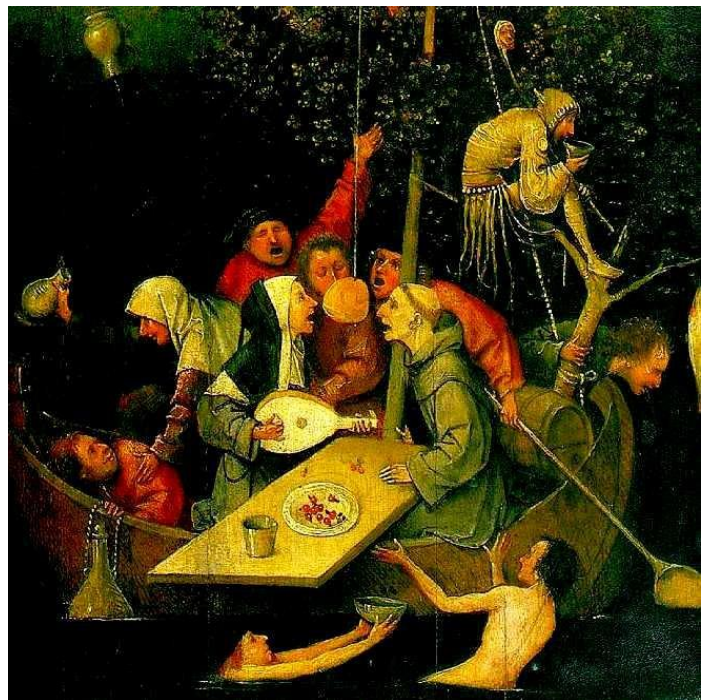
---

### L'Europa delle regole è senza regole

---

Si parla molto di Cipro, in questo periodo, ma c'è un aspetto della questione, i russi, che è stato trascurato e che può offrire molto materiale per la riflessione. Due domande continuano a ronzare per la testa. Perché gli oligarchi russi (ma il discorso vale anche per i mafiosi) hanno tenuto in questi anni i loro conti a Cipro in euro e dollari, quando i loro rubli d'origine non hanno fatto altro che rivalutarsi anno dopo

anno, offrendo per di più tassi elevati? E perché, pur avendo Cipro chiesto aiuto otto mesi fa, se ne sono restati lì con tutti i loro soldi? Dopotutto non avevano comprato acciaierie o terreni agricoli difficili da smobilizzare ed erano invece perfettamente liquidi. Perché non hanno spostato i loro conti a Dubai, dove pure sono di casa?



Hieronymus Bosch. La nave dei folli.

La prima domanda, in fondo, vale anche per i cinesi che si fanno pizzicare appena atterrati a Vancouver con le valigie piene di dollari. Perché dollari, spesso americani, e non renminbi? Perché pagare una commissione di cambio per acquistare una valuta che da vent'anni perde valore rispetto a quella del paese d'origine? Ci saranno sicuramente considerazioni di praticità e sicurezza, ma non c'è anche dell'altro?

Chi scappa da una situazione di guerra o da un paese che sta crollando non ha il lusso di scegliere, ma chi se ne va (di persona o anche solo con i

soldi) da un paese in forte crescita perché lo fa?



14 agosto 1998. Mosca. Un ufficiale della sicurezza cerca di evitare che venga ripreso un prelievo al bancomat nel giorno del default russo.

Lo fa, quasi sempre, per due ragioni. La prima è il ricordo indelebile di qualche torto finanziario subito anche decenni prima. Può essere un'iperinflazione che ha polverizzato i risparmi, una riforma monetaria (come quella di Eltsin) che ha azzerato la ricchezza, un default

bancario o una confisca subita sulla propria pelle o su quella di qualcuno che si è conosciuto. La seconda ragione è la consapevolezza che la stabilità e prosperità del presente non è un diritto acquisito, ma una temporanea concessione del potere. Un oligarca è per definizione al potere, ma avendone sostituito un altro sa bene che in qualsiasi momento potrebbe toccare a lui lasciare la scena.

Questo spiega il tenore di vita sopra le righe dei ricchi che vengono da paesi autoritari. Esistono (sempre meno numerosi) nuovi ricchi anche in Occidente, ma i loro modelli di consumo, a parità di reddito e patrimonio, non raggiungono mai i livelli di stravaganza dei loro omologhi russi e cinesi. Perfino le mafie, in Occidente, vivono in modo sobrio e riservato. Il senso di precarietà di chi viene da società basate sull'arbitrio porta tuttavia anche un'altra conseguenza, la ricerca di sicurezza assoluta per il nocciolo duro del loro portafoglio. Sicurezza, per loro, non significa assenza di volatilità. Sanno bene questi signori, che il dollaro potrà scendere di valore rispetto al rublo o al renminbi, ma quello che conta è che fra 30 anni il dollaro ci sarà ancora e

riuscirà a comprare qualcosa. Rublo e renminbi forse varranno molto di più, ma forse non ci saranno più.

Cipro dimostra però in modo plastico ai russi che quell'Europa che avevano visto come approdo sicuro si comincia a comportare esattamente come la Rodina Mat, la Madre-Madrepatria russo-sovietica. E forse anche peggio. Un correntista con 50 milioni sulla Laiki recupererà 100mila euro. Andò molto meglio con la riforma monetaria di Eltsin, che pure rimarrà tutta la vita scolpita nella testa di ogni russo che nel 1996 sia stato anche solo un bambino.

L'Europa si vende al mondo e a se stessa come il continente delle regole. È europeo chi rispetta le regole europee. C'è ancora, qua e là, lo *ius sanguinis*, ma è per motivi pratici, non ideologici. Ideologicamente l'Europa si sente investita da una missione universale sui diritti dell'uomo e declama *urbi et orbi* il culto delle regole agitando il ditino alzato, con palese irritazione degli interlocutori extraeuropei.

L'Europa è così innamorata delle regole da essersi riempita anche di regolette, come quella sulla curvatura standard dei cetrioli, cui il grande Enzensberger ha dedicato il suo feroce libello contro l'eurocrazia. Curiosamente, però, mancano regole sulle due cose più importanti, il potere politico e quello finanziario.

Il potere politico è affidato al direttorio franco-tedesco, che non figura in nessun trattato dell'Unione. Quello finanziario e monetario viene esercitato con regole che cambiano continuamente senza che mai nessuno ne discuta, se non una trentina di politici e i loro sherpa. Gli

articoli 123 e 125 del trattato istitutivo della Bce, ad esempio, dopo essere stati citati per molti anni ogni dieci minuti (sono quelli che vietano il sostegno del debito dei singoli stati e le operazioni di monetizzazione) sono spariti d'incanto una mattina d'agosto senza un referendum o un dibattito parlamentare. Sono spariti nella testa della Merkel e sono di conseguenza usciti dalla scena del mondo. *Esse est percipi*, diceva Berkeley. Se smetto di pensare a una cosa e sono la Merkel, questa cosa cessa di esistere.



Negoziò russo a Limassol. Cipro.

L'Esm, per fare un altro esempio, cambia natura una volta al mese ed è riuscito in questo modo a non combinare quasi niente da quando è nato. Nei salvataggi dei sempre più numerosi paesi che cadono in crisi l'unica regola è che non ci sono regole. Ogni caso è un caso unico. Una volta l'azzeramento tocca ai titoli di stato, una volta ai bond bancari, una volta ai depositi piccoli e grandi, poi solo a quelli grandi. La prossima volta potrebbe toccare a tutto e sarebbe di nuovo presentata come un caso unico.

Fino a dieci anni fa le borse dei paesi emergenti quotavano a sconto (e le loro obbligazioni rendevano più delle nostre) perché le loro regole del gioco erano considerate incerte. Non si sa mai cosa può capitare, si diceva, e si scuoteva la testa. Oggi siamo noi europei a monetizzare il debito, a bloccare i movimenti di capitale e a cambiare continuamente le regole. Tocca a noi, quindi, andare a sconto sulla nostra valuta, sulle nostre azioni e sui nostri titoli di stato.

Dobbiamo quindi imparare a comportarci come i russi e iniziare a spostarci su mercati più cari in cambio del fatto che sono più prevedibili. La borsa di New York è più cara delle nostre, ma fra dieci anni l'America avrà banche sane e industrie competitive, l'Europa (Germania a parte e solo per le industrie) non si sa bene che cosa avrà. Quanto al dollaro, fra 10 anni ci sarà di sicuro, l'euro non si sa. Considerando che il dollaro è ancora abbastanza a buon mercato non c'è da esitare troppo a comprarne a ogni buona occasione.



Mosca. La sede della controllata russa della Banca di Cipro.

L'ottimo  
Dijsselbloem,  
dopo la sua  
proposta di fare  
tutti come a  
Cipro, è stato  
attaccato  
ingiustamente.  
La sua idea di  
smontare le  
banche con i  
soldi di azionisti,  
obbligazionisti e  
depositanti (e  
non dei

contribuenti) non è di per sé folle. È anzi la regola negli Stati Uniti. Anche l'accusa di incoerenza per non avere colpito i depositanti in una recente risoluzione di una grossa banca olandese è stata almeno in parte ingenerosa. Saranno infatti solo i contribuenti olandesi a ripianare il buco della banca, non quelli di tutta Europa. L'Olanda, poi, come la Francia, sta ormai entrando a pieno diritto nel club dei paesi in crisi e stagnazione strutturale. I suoi mutui sono il 107 per cento del Pil, più del doppio dei nostri, e il mercato

della casa olandese sta cominciando a barcollare in modo preoccupante. Che l'Olanda non sia in questo momento in vena di generosità verso il Mediterraneo è comprensibile.


Quello che è difficile accettare, dunque, non è questo o quel modo di ripartire i costi tra contribuenti da una parte e finanziatori di una banca (quali sono anche i correntisti) dall'altra, quanto il fatto di cambiare continuamente le regole del gioco, allarmando così (e inducendo alla fuga) il massimo numero possibile di soggetti.

Si noti poi la differenza tra America ed Europa. Là la vita dei depositanti è dura, ma in un momento di crisi come il 2009 i contribuenti hanno dato una mano ai depositanti con prestiti alle banche che sono stati già tutti restituiti. Qui la vita dei depositanti è stata finora più facile, ma proprio nel momento più acuto della crisi viene resa improvvisamente più difficile minacciando di togliere il sostegno dei contribuenti che alla fine, in caso di nazionalizzazione della banca, dovranno comunque tirare fuori molti soldi. Il risultato è che in America ci hanno guadagnato tutti e le banche sono sane, qui rischiamo di perderci tutti qualcosa e di tenerci banche malaticce.

L'Europa sembra insomma sempre di più quella che nel medioevo veniva chiamata la *navis stultifera*, l'imbarcazione fluviale in cui gli eccentrici non troppo pericolosi venivano raccolti per essere scaricati di notte in qualche città a valle. Oggi quella zattera appare in certi momenti il centro di comando del continente.

Intendiamoci, probabilmente ce la caveremo in qualche modo stando al traino della crescita di Asia, America e Africa e grazie all'allentamento della disciplina fiscale. Nel breve, un accordo per un governo in Italia potrebbe allentare parecchio la tensione in tutta Europa. Non essendo però possibile escludere a priori altri incidenti di percorso nei prossimi anni, rinnoviamo l'invito a considerare l'ipotesi di diversificare strategicamente il portafoglio e renderlo gradualmente meno eurocentrico. Diamo all'Europa quello che è dell'Europa, un terzo del Pil mondiale. Aggiungiamo una modica quantità di home bias, l'inclinazione universale a mantenere sovrappesati i titoli di casa, ma non superiamo di troppo la metà del portafoglio. Teniamo in Europa i titoli di stato, che dopo Cipro sono da vedere sotto una luce migliore, i corporate bond e un po' di azioni soprattutto nei momenti, come l'attuale, in cui sono particolarmente penalizzate.

I russi, come dicevamo all'inizio, ci offrono lo spunto per un'ultima riflessione. Non saranno dei santi, ma quelli tra loro che hanno tenuto i soldi a Cipro fino al momento in cui glieli hanno portati via sono gente molto sveglia e abituata a non andare per il sottile quando vanno prese decisioni rapide. Perché non sono scattati in piedi quando hanno sentito il suono della campana, otto mesi fa, o quando, un mese fa, è uscito sui giornali che si stava discutendo di coinvolgere i depositanti delle banche nel salvataggio? Hanno



avuto rassicurazioni politiche? E come mai si sono lasciati convincere? Forse perché, come tutti gli esseri umani, hanno cercato di rimuovere e negare fino all'ultimo i pensieri veramente dolorosi? O scopriremo un giorno che i conti più grossi sono stati fatti uscire all'ultimo minuto?

Buona Pasqua a tutti.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181

**Disclaimer**

Kairos Partners SGR SpA. Via Bigli 21, Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos Partners SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Kairos Partners SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Kairos Partners SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Kairos Partners SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome di Kairos Partners SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Mailander – 011.5527311).

La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Kairos Partners SGR cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Kairos Partners SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Kairos Partners SGR può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione Kairos Partners SGR sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.