



CORREVA L'ANNO

7 febbraio 2013

I mirabili passi indietro dell'industria europea

La possente macchina dell'industria tedesca, modello per tutta l'Europa, produce oggi esattamente quanto produceva nel 2006. Anche negli Stati Uniti siamo ai livelli dell'inizio del 2006, ma le prospettive per il manifatturiero americano nei prossimi anni sono eccellenti, mentre in Germania sono solo discrete.

L'industria francese è tornata al 1997, l'anno del governo Jospin. È in crisi nera la cantieristica, la siderurgia sarebbe da nazionalizzare ma non ci sono i soldi. L'auto affonda e il governo sta rassegnandosi a massicci licenziamenti e chiusure di fabbriche. Il nucleare è l'ombra di se stesso e i TGV non sono più competitivi con i treni coreani e cinesi.

L'industria spagnola è arretrata sui livelli del 1994, l'anno in cui il paese era ancora governato da Felipe Gonzalez. Il manifatturiero italiano si spinge indietro fino al 1986.



Herbert Marcuse a San Diego negli anni Sessanta.

Curiosamente, il 1986 è l'anno di pubblicazione di *Faut-il refuser le développement?*, il libro di Serge Latouche in cui si teorizza l'arresto dello sviluppo. La critica radicale al capitalismo avanzato e ai falsi bisogni della società consumista era stata avviata nell'opulenta California dei rilassati anni Sessanta, ma l'*homo ludens* invocato allora da Marcuse, una volta sbarcato in Europa, diventa con Latouche e la sua decrescita sempre più sfiorito e avvizzito.



1997. Jospin, appena insediato, tra i suoi ministri.

L'industria europea continua dunque ad arretrare, anche se il ritmo è rallentato. Per un malato che ha 37 di febbre il lunedì, 38 il martedì, 39 il mercoledì e 40 il giovedì, se il venerdì il termometro segna 40.5 (invece di 41) di solito non si fanno grandi feste o

discorsi trasudanti ottimismo. Nel caso della crisi europea invece sì, mentre l'euro viene comprato a piene mani.

A 1.35 l'euro torna al livello che fu raggiunto per la prima volta alla fine del 2004. Da allora, 1.35 è stato il livello medio di tutti questi anni. Saremmo già in vista di 1.40 se un preoccupatissimo Hollande non avesse comunicato al mondo tutto il suo disappunto.

Lo stato d'animo di Hollande è comprensibile. Dopo avere creduto di potersela cavare con le popolarissime tasse sui ricchi e dopo avere sgridato per qualche mese gli industriali incapaci di reagire alla crisi, il governo francese si è rassegnato nelle ultime settimane a misure piuttosto decise sulla flessibilità del lavoro e ha cominciato ad accettare le pesanti ristrutturazioni industriali cui si era opposto con tutte le sue forze. È più che logico che un governo che percorre con grande fatica i primi passi verso la svalutazione interna (la diminuzione del costo dei fattori di produzione rispetto a quello dei concorrenti esteri) sia più che frustrato quando vede il tutto vanificato da una rivalutazione esterna (l'apprezzamento del cambio nominale).

Sappiamo che la Merkel ha replicato soavemente a Hollande affermando che l'euro a 1.35 va benissimo. È un livello che in effetti non preoccupa gli esportatori tedeschi e che in campagna elettorale rassicura i cittadini sulla bontà della loro moneta.

Essendo l'Europa a conduzione franco-tedesca in teoria, ma tedesca di fatto, possiamo immaginare che il mercato, cercando di interpretare realisticamente intenzioni e rapporti di forza dei policy maker, terrà per qualche tempo 1.35 come punto di riferimento, con qualche rischio verso il basso nelle prossime settimane (se il dibattito fiscale americano dovesse surriscaldarsi) e verso 1.40 in seguito. È in corso del resto una normalizzazione dei portafogli valutari (e in particolare delle riserve dagli stati asiatici) che potrà essere interrotta solo da un riacutizzarsi serio della crisi europea, non impossibile ma al momento non molto probabile.

A questa pressione la Bce dovrà a un certo punto rispondere con un taglio dei tassi, con nuove operazioni di rifinanziamento alle banche (Ltro) o con l'avvio effettivo degli acquisti di titoli italiani e spagnoli.

Se la Bce è erede della Bundesbank, quanto meno nella forma, queste misure non saranno immediate. La

Bundesbank ha guadagnato la sua fama di dura non solo con una politica di lungo termine piuttosto rigorosa, ma anche con piccoli accorgimenti. Il più utilizzato, quando si è trattato di adottare misure espansive, è stato quello di ritardarle di qualche settimana rispetto alle attese del mercato, guadagnandosi un'immagine di intransigenza con un piccolo prezzo. La Bce farà la stessa cosa.

C'è poi un secondo aspetto, più sostanziale. La Germania, quando le cose vanno bene, tende a un certo punto ad assumere un atteggiamento di hybris. A volte sale in cattedra e dà lezioni al mondo (Stati Uniti compresi), altre volte ritiene di essere divenuta invulnerabile al cambio forte o ai tassi troppo alti. L'ultima volta, disgraziatamente, accadde poco prima della crisi di fine 2008. È possibile che la Bce, questa volta, assuma verso l'euro forte lo stesso atteggiamento compiaciuto e se ne serva come conferma di una ripresa europea che è in realtà ancora tutta da verificare.

Quanto a Italia e Spagna, per il momento non ci sembra che i rischi di complicazioni politiche siano così gravi. La possibilità di elezioni anticipate in Spagna è ancora bassa. I due partiti principali, si votasse oggi, non raggiungerebbero nemmeno il 50 per cento e sarebbero costretti a coalizzarsi tra loro e con altre forze. La Merkel, da parte sua, non ha interesse a una



1994. Felipe Gonzalez, a destra, discute davanti alla Moncloa con il padre-padrone della Catalogna, Jordi Pujol.

Spagna instabile e continuerà ad appoggiare Rajoy. Quanto all'Italia, sulla base dei sondaggi lo scenario di base rimane quello di una coalizione a due. In caso di sorprese, avremmo probabilmente una riedizione della coalizione a tre



1986. Stretta di mano tra Craxi e De Mita.

dell'ultimo anno e una possibilità, al momento remota, di nuove elezioni.

Nel corso del 2012 abbiamo sempre suggerito di tenere in portafoglio una quota di titoli mediterranei (e irlandesi) pari al 20-25 per cento, con una duration lunga. Nelle prossime due settimane ci sarà ancora una certa pressione al ribasso dei corsi (con

rialzo degli spread), ma dopo le elezioni italiane ci sarà verosimilmente un recupero. Vendere adesso per comprare fra 10 giorni richiede una particolare agilità. Chi deciderà di tenere potrà consolarsi sapendo di essere in compagnia di Bill Gross, che include l'Italia, insieme al Messico, tra i paesi preferiti.

Bill Gross è molto pessimista sull'inflazione e tiene pochi titoli sopra i 5 anni. Effettivamente la parte lunga diventerà via via più volatile, ma è presto per dire che è iniziato un bear market in piena regola. Prudenza vuole comunque che, nei prossimi mesi, si approfitti di recuperi dei corsi per ridurre ordinatamente la duration dei bond.

Nell'azionario la fase di consolidamento è già iniziata in Europa e interesserà febbraio e marzo. Chi non ha ancora comprato ne approfitti, chi ha già comprato non compri di nuovo. La formula per cavalcare bene un bull market di lunga durata non è quella di caricarsi troppo di titoli, perché alla prima seria correzione si rischia di spaventarsi e di vendere male. Meglio avere una quota che permetta di dormire la notte e tenerla a lungo. Ancora per due-tre anni, probabilmente.

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.