



TROPPIA GRAZIA

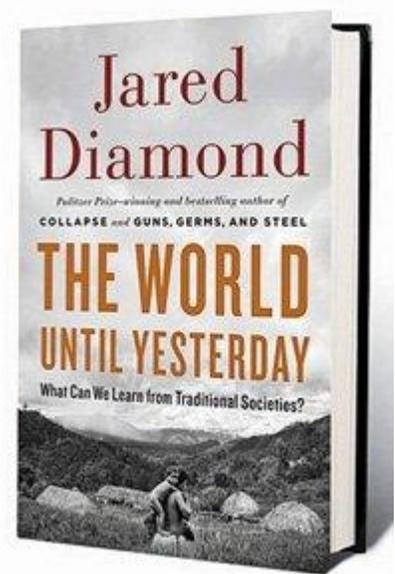
31 gennaio 2013

Quanto è razionale l'esuberanza dell'euro?

Nel suo ultimo libro appena uscito, *The World Until Yesterday*, Jared Diamond ragiona sulle differenze tra gli indigeni della Nuova Guinea che studia da decenni e gli uomini della modernità. Noi siamo abituati a collegare la modernità alla rivoluzione industriale e all'illuminismo, ma se adottiamo una scala più ampia e diamo il giusto peso ai milioni di anni di storia umana che hanno preceduto la Rivoluzione Francese, il nostro mondo civilizzato e tecnologico inizia nel neolitico.

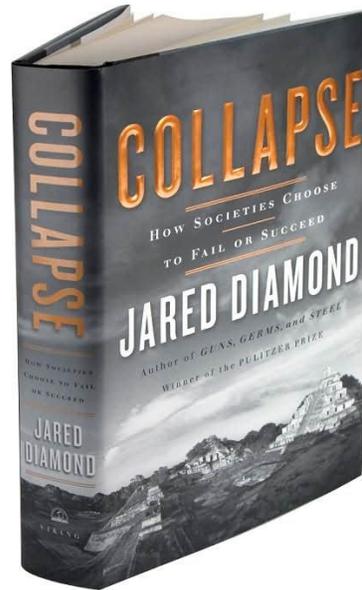
La fine del paleolitico ci porta l'agricoltura, l'allevamento, la città, lo stato, il diritto, la religione di stato, tutte cose che in questi diecimila anni abbiamo affinato molto, ma senza salti di qualità paragonabili a quello del neolitico. Quando discutiamo del rallentamento dell'innovazione (non solo tecnologica), per alcuni sempre più evidente, dovremmo dunque retrodatarne l'inizio a settemila anni fa. Dopo i primi tremila anni di neolitico ci sono stati solo perfezionamenti del nostro modo di essere, non rivoluzioni.

Diamond sostiene che i cacciatori-raccoglitori e i civilizzati hanno molto da imparare gli uni dagli altri. Le bande di quartiere metropolitane non



J. Diamond. *The World Until Yesterday*. 2013.

risolvono i loro conflitti andando per avvocati e tribunali ma trovano più pratici e naturali gli stessi metodi prestatuali dei cacciatori, che a loro volta, quando ne hanno la possibilità, non esitano a impadronirsi velocemente di cellulari e computer. I cacciatori-raccoglitori sono più bravi di noi nel gestire i bambini e gli anziani e noi dovremmo fare tesoro della loro esperienza.



J. Diamond. Collapse. 2005.

Diamond non ne parla, ma tra le cose (qualche volta) buone del lontano passato viene in mente il thing, l'assemblea delle tribù germaniche ancora alle soglie del neolitico che Cesare e Tacito descrissero due millenni fa. I Germani non erano comunisti e non appena potevano adottavano la proprietà privata. Erano però egualitari e meritocratici e decidevano in assemblea ogni anno come dividersi i terreni e chi eleggere come re. Durante il thing si alzava la voce e si litigava parecchio, ma alla fine si trovava un compromesso decente che veniva accettato da quasi tutti.

Quando i danesi, negli anni scorsi, hanno deciso tutti insieme di darsi all'eolico, quando i tedeschi nei primi anni Duemila hanno deciso di tagliare i salari reali e abbassare l'orario di lavoro (e lo stipendio) per fare lavorare più persone, quando gli estoni, nel 2009, si sono abbassati i salari del 20 per cento per restare nell'euro, in tutti questi casi si è visto in controluce lo spirito del thing. Ci sono stati mesi (non anni) di dibattito, si sono coinvolti partiti, sindacati, industriali e chiese, si è raggiunto un accordo in cui tutti hanno messo qualcosa e si è agito di conseguenza e con coerenza. Oggi l'Estonia è nell'euro e cresce, la Germania è in piena occupazione e i paesi scandinavi cresceranno dell'1.5 per cento nel 2013. Quanto ai danesi, la loro riconversione energetica procede secondo programma.

L'Europa mediterranea, come è noto, ha fatto molto meno per governare la crisi. L'ha negata (come i ministri spagnoli che nel 2010 sostenevano che le case avevano finito di deprezzarsi) o ha preferito non fare quasi niente e continuare a litigare. In questo modo ha lasciato prendere le decisioni spiacevoli a due entità ruvide e brutali, l'Europa e il mercato. L'Europa ha imposto l'austerità di bilancio a qualsiasi costo, senza specificare se andasse conseguita con più tasse o con meno spese. Il mercato ha imposto la svalutazione interna nel modo più sanguinoso possibile, la disoccupazione selvaggia e il conseguente calo del costo del lavoro.

L'Europa mediterranea non è comunque stata un blocco unico, ma ha proceduto e procede a diverse velocità. La Spagna e il Portogallo, che qualche thing l'hanno pur visto nei tre secoli in cui furono popolati e governati da Visigoti, Alani e Suebi, hanno proceduto nel complesso con più ordine. C'è stato un minimo di accordo bipartisan che ha permesso di tagliare ordinatamente le retribuzioni degli statali e di rosicchiare quelle del settore privato. Quanto all'austerità, i tagli di spesa risultano ad oggi leggermente prevalenti rispetto agli aumenti di tasse. Il risultato è che la disoccupazione, sia pure a livelli stellari, è in via di stabilizzazione. Il costo del lavoro è sceso, la competitività è migliorata, le esportazioni salgono in misura significativa e nel 2013 si vedrà per la prima volta un attivo delle partite correnti in Spagna.

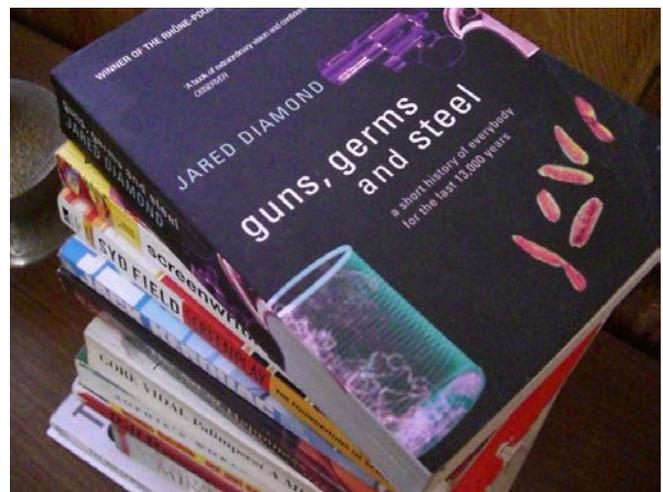
L'Italia non ha fatto in tempo a vedere i thing dei Goti, perché i Bizantini li hanno sterminati con inaudita ferocia, mentre i Longobardi si sono fatti presto assimilare senza lasciare traccia. Dopo la crisi del 2008 un accordo importante è stato raggiunto l'anno scorso sulle pensioni, ma su tutto il resto si è preferito litigare e rinviare i problemi, all'americana (con la differenza che gli Stati Uniti hanno i tassi a zero e un certo livello di crescita).

L'austerità di bilancio è stata realizzata nel modo peggiore, attraverso le tasse, e non si intravedono approcci molto diversi in futuro. La disoccupazione non è aumentata molto, perché le imprese hanno provato a resistere più a lungo che in Spagna, ma il risultato è che la competitività non è migliorata e l'Italia continuerà ad avere le partite correnti in

passivo nonostante il crollo di consumi e importazioni. Nei prossimi mesi le imprese saranno costrette a licenziare e la disoccupazione salirà rapidamente. Avremo anche noi, a quel punto, la nostra svalutazione interna.

Quanto alla Francia, le condizioni di partenza sono molto migliori delle nostre, ma la dinamica della competitività è simile. La conseguenza è stagnazione a perdita d'occhio.

In questa Europa così sbilanciata ci si può chiedere quale sia il cambio corretto dell'euro. Da alcune settimane l'euro si rivaluta contro dollaro, sterlina, yen e renminbi, valute di paesi che nel 2013 cresceranno tutti



J. Diamond. Guns, Germs and Steel. 1997.

(Giappone e Regno Unito inclusi) più dell'Eurozona e perfino più della Germania.

Certo, il consenso dice che nella seconda parte dell'anno l'Europa riaccelererà, ma ci sono anche voci dissidenti. Willem Buiters sostiene che l'Italia continuerà a rimpicciolire anche nel 2014 e non di poco (-1.4 nel 2013 e -1.4 anche nel 2014), per cui l'Eurozona risulterà a crescita negativa fino al 2015. Buiters ama andare controcorrente, ma ha anche una certa coerenza. Le sue stime sull'Eurozona dal 2015 in avanti non comprendono la Grecia, che a suo avviso uscirà l'anno prossimo.

Buiters a parte, la Germania può permettersi un euro a 1.40 e anche a 1.45. In un anno elettorale un euro forte può essere proposto ai tedeschi come la prova conclusiva della buona gestione della crisi europea da parte del governo uscente. Può inoltre rallentare la corsa dei prezzi, peraltro non così preoccupante come si era temuto.

In generale, bisogna sempre ricordare che per un esportatore è più importante una forte domanda estera che non un cambio particolarmente favorevole. Avere un euro debole, come tipicamente succede in tempi di



Guerrieri Dani di Papua-Nuova Guinea.

recessione globale, è una magra consolazione nel momento in cui i clienti internazionali smettono di comprare. Naturalmente non bisogna esagerare. Se la crescita internazionale non è particolarmente brillante e se, come nel caso attuale, un concorrente temibile come il Giappone può beneficiare di un settore automobilistico improvvisamente competitivo grazie allo yen più debole, la Germania non può restare troppo tranquilla. Si pensi anche alla chimica, un altro classico punto di forza del paese. La migrazione delle imprese tedesche negli Stati Uniti, dove il petrolio e il gas costano molto meno, verrà solo accelerata.

Visto da fuori Europa, l'euro forte fa ovviamente piacere a tutti e viene facilmente razionalizzato sia in termini di flussi di breve sia in termini strutturali.

Nel breve c'è il tema della stabilizzazione europea, dello snellirsi delle code grasse del collasso della valuta unica, della crisi bancaria e dell'incapacità di rifinanziare il debito di Italia e Spagna. Il premio per il rischio scende, le valutazioni di borsa sono attraenti, il debito della periferia

rende ancora bene. È naturale che i portafogli globali si normalizzino e smettano di essere sottopesati di Europa.

Sul piano strutturale il discorso è più complesso e delicato. In tutta la storia dell'euro, la bilancia delle partite correnti dell'Eurozona è stata in pareggio. Il surplus tedesco e olandese è stato puntualmente bilanciato dal deficit della Francia, dell'Italia e, ancora di più, di Spagna e Portogallo. Da alcuni mesi l'Eurozona è in attivo e nei prossimi anni questo surplus, se non si farà nulla per correggerlo, arriverà al 2 per cento del Pil.

Questo, che in apparenza è un miglioramento e un dato positivo, è in realtà negativo perché è conseguito nel peggiore dei modi. Non, cioè, con un aumento delle esportazioni, ma con una contrazione dell'import dovuta al crollo dei consumi nell'area mediterranea.

Avere una valuta che si rafforza in queste condizioni è l'ultima cosa che occorre a Francia, Italia e Spagna. In un mondo ideale, l'euro forte andrebbe contrastato con una politica monetaria espansiva in Europa o con politiche monetarie restrittive nel resto del mondo. Il taglio dei tassi europei, che si profila per quest'anno, sarà un primo passo, ma forse non sarà sufficiente.

Il cambio di equilibrio tra euro e dollaro continua a essere tra 1.25 e 1.30. Anche per questo, un dollaro che dovesse avvicinarsi a 1.40 sarebbe molto interessante da comprare, considerando soprattutto le migliori prospettive di crescita degli Stati Uniti nei prossimi anni.

Venendo alla tattica, le ore corrono veloci e il primo marzo, data d'inizio dei tagli automatici alla spesa pubblica negli Stati Uniti in caso di mancato accordo tra repubblicani e democratici, è sempre meno lontano. Il mercato non sconta quasi nulla in proposito, ma il sequester appare quasi certo e non è detto che duri solo pochi giorni. I due partiti affilano le armi e si preparano a uno scontro duro.

Per il momento l'economia americana sta andando bene (il dato sul Pil del quarto trimestre, letto correttamente, non è affatto debole). Sappiamo anche che la Fed farà di tutto per mandare segnali distensivi ai mercati. Il rallentamento dell'economia e la flessione dei mercati saranno contenuti, ma ci potranno essere. Il sentiment dei consumatori è già penalizzato dalla decurtazione della busta paga dal primo gennaio e gli effetti macro si vedranno nei dati proprio mentre il sequester prenderà avvio. Moderare gli acquisti e, se possibile, rinviarli di qualche settimana.

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.