

DEL VIZIO E DELLA VIRTÙ

15 maggio 2014

Dollaro ed euro, cicale intelligenti e formiche così così

Dissertazione per un esame di filosofia morale. È da considerare più virtuoso il vicino di pianerottolo, un bancario che vive al di sopra del suo stipendio e non si nega nulla (ma fa tornare i conti investendo in azioni solide che danno ottimi dividendi e capital gain) o l'artigiano del piano terreno, tutto casa e officina, uno che lavora con scrupolo e impegno e che produce oggetti ammirati da tutti, un tipo sobrio e serio che però ha la mania di lasciarsi convincere a investire in obbligazioni ad alto rischio nei momenti più sbagliati, perdendo regolarmente un sacco di soldi?

Se lo chiedete a loro, sia il bancario (gli Stati Uniti) sia l'artigiano (la Germania) si considerano moralmente superiori.

Il bancario è infatti un consequenzialista, uno cioè che misura il valore delle cose che fa dai risultati concreti che produce. Il secondo è un kantiano, uno



Deflazione? Black Fire I di Barnett Newman è stato acquistato martedì per 84.2 milioni di dollari.

che mai, in nessuna circostanza, cadesse il mondo, farebbe una cosa sbagliata, come ad esempio vivere al di sopra dei propri mezzi.

Ci racconta del resto Geithner, nel suo libro appena uscito (Stress Test) di cui molto si parla, che al famigerato e drammatico G-8 di Cannes del novembre 2011 Stati Uniti e Germania litigarono furiosamente, accusandosi



Barnett Newman. The Stations of the Cross. 14 pannelli. 1956.

reciprocamente di tenere un comportamento irresponsabile e riprovevole nei confronti della crisi globale. Schaeuble e la Merkel salirono in cattedra puntando con veemenza il dito contro il disavanzo pubblico americano (allora vicino al 10 per cento del Pil) e il Qe selvaggio che indeboliva il dollaro. Obama e Geithner, esterrefatti, risposero accusando la Germania,

con la sua ossessione per i bilanci in ordine, di fare sprofondare l'Europa e il mondo in una riedizione degli anni Trenta e in una deflazione globale. Finì con la Merkel in lacrime.

Il modello di business americano e quello tedesco sono davvero profondamente diversi. Gli Stati Uniti sono un gigantesco hedge fund che si indebita con l'estero con cambiali senza interesse (e che perdono in realtà valore grazie all'inflazione) e investe il ricavato in fabbriche e reti di servizi in giro per il mondo. La pazzotica (apparentemente) legislazione fiscale tassa pesantemente i profitti fatti all'estero dalle società americane e poi rimpatriati mentre li lascia indisturbati se rimangono fuori. Le imprese si adeguano. I sindacati dicono che questo toglie posti di lavoro agli Stati Uniti e li regala all'Asia. Da anni si discute sull'opportunità di aprire una breve finestra fiscale e lasciare rientrare senza tasse i soldi che le imprese tengono all'estero, a patto che vengano reinvestiti in attività produttive in patria. Se ne parla molto ma alla fine, saggiamente, non se ne fa nulla. In questo modo l'America ha costruito una parte imponente del suo apparato produttivo e di distribuzione nei mercati che crescono più in fretta.

Si noti che l'America, dipinta spesso con il cappello a cilindro e le ghette del finanziere avido, è in realtà, in larga misura, un cassetista di azioni di società industriali che costruiscono pazientemente la loro presenza nel mondo. Queste azioni, ovviamente, si apprezzano nel tempo. L'America cassetista diventa più dinamica solo sui massimi e sui minimi di borsa. Nel

2000, ad esempio, ha venduto a prezzi folli parecchie società dell'alta tecnologia a compratori tedeschi e francesi. Oggi si compra azioni di banche italiane. Nel 2007 e 2008 ha venduto anche molti titoli tossici al resto del mondo, che era peraltro maggiorenne e faceva la fila per comprarli.

Il risultato, innegabilmente brillante, è che l'America vive al di sopra dei suoi mezzi, ma grazie ai suoi redditizi investimenti permanenti in giro per il mondo e al suo moderato ma efficacissimo trading, riesce sempre a tenere sotto controllo il suo debito estero, che nei prossimi anni continuerà a scendere.

La Germania, come è noto, vive al di sotto dei suoi mezzi. Ogni anno, nei suoi traffici con l'estero, mette da parte il 6 per cento del suo Pil, il triplo della Cina. I tedeschi sono fatti così e non da oggi. Già ai tempi di Bismark, appena unificati, avevano la passione per i surplus delle partite correnti. Non avevano colonie, se non qualche pezzo poverissimo di Africa, e quindi mancavano di quei mercati naturali di sbocco che gli inglesi avevano in India o in Canada e i francesi nel loro vasto impero. I tedeschi quindi, per esportare, dovevano essere competitivi sul serio.

I vincitori della prima guerra mondiale, chiedendo enormi riparazioni, costrinsero la Germania a diventare ancora più competitiva per potere pagare i debiti di guerra. I tedeschi all'inizio ci provarono, ma poi sappiamo come finì.

Il 6 per cento di surplus, anno dopo anno, diventa una montagna di soldi. La Germania ne usa un terzo per costruire fabbriche in Slovacchia, in Polonia o in Cina, ma due terzi rimangono liquidi. Che fare di tutti questi soldi?

La prima soluzione, semplicissima, sarebbe di eliminarli rivalutando. La Germania è però profondamente mercantilista ed è orgogliosa del suo apparato industriale. Una rivalutazione ne limiterebbe la competitività e quindi la crescita. Restare nell'euro, con la zavorra mediterranea che limita la naturale rivalutazione che subirebbe invece un marco restaurato, è dunque essenziale.

Una seconda soluzione sarebbe quella di accumulare riserve presso la Bundesbank, che le investirebbe in titoli americani, giapponesi o cinesi. Questi titoli renderebbero pochissimo, ma un mercantilista non punta a fare soldi ma a conquistare quote di mercato. Le regole europee impediscono però la costituzione di grandi riserve valutarie su scala nazionale.

Una terza soluzione sarebbe quella di creare un grande fondo sovrano che compra azioni all'estero. Lo fanno ormai quasi tutti i paesi in surplus. I fondi sovrani servono a non fare salire il cambio e a mettere da parte qualcosa per le future generazioni. Se gestiti bene, permettono anche di fare soldi. La Germania, tuttavia, non è il Qatar e non sarebbe sempre benvenuta se si presentasse come stato nazionale ad acquistare aziende straniere.

Una quarta soluzione sarebbe diventare meno competitivi aumentando i salari. Si tratterebbe di una rivalutazione interna, il contrario della svalutazione interna che, non molto ordinatamente, stiamo facendo noi. Essendo mercantilista, la Germania non vuole seguire questa strada se non in misura modesta.

Una quinta soluzione sarebbe quella di risparmiare di meno. I tedeschi non ne sono capaci. Non hanno nemmeno voglia di comprarsi una casa. Sono in affitto come nessun altro al mondo e dichiarano nei sondaggi di stare benissimo così.

L'ultima soluzione sarebbe quella di investire di più in patria. I privati non ne vogliono sapere. Perché produrre in Baviera quando in Slovacchia costa la metà? Resta il governo.

In Germania si investe poco in infrastrutture da molti anni. Gli aeroporti sono sovraccarichi, le autostrade sono intasate, l'alta velocità ferroviaria è molto più lenta di quella francese. Jacob Kierkegaard (What Should Surplus Germany Do? Peterson Institute) sostiene che l'unica soluzione ragionevole è che il governo tedesco cambi la costituzione, torni in deficit e finanzia spesa pubblica in infrastrutture.

Ragionevole, certo, ma non molto realistico. E allora?

Fino a oggi il 6 per cento di surplus (meno il 2 dedicato agli investimenti produttivi) è stato lasciato alle banche e alle grandi imprese tedesche, che lo hanno gestito nel modo peggiore possibile. Le imprese hanno fatto acquisizioni in America nel 2000, ai tempi della bolla, e hanno passato il decennio successivo ad azzerarne il valore. Le banche, dal canto loro,

sono state colte con le mani nella marmellata in ogni crash finanziario che si sia prodotto sulla faccia del pianeta. Titoli internet, subprime, Dubai, Btp venduti sui minimi, Grecia, quartieri residenziali interi in Spagna, le perdite di portafoglio tedesche dal 2000 a oggi sono state pari, secondo la Bundesbank, al 30 per cento del Pil tedesco.

In pratica la Germania si è mangiata con le sue follie finanziarie 5 anni di surplus delle partite correnti. Si noti che sono perdite realizzate, definitive.



Barnett Newman esposto a Basilea. In primo piano un Giacometti.

Anche l'America, con i suoi investimenti in equity, ha subito un colpo durissimo nel 2008, ma ha tenuto le sue posizioni e alla fine ha recuperato tutto. In Germania le banche, cronicamente deboli, hanno invece venduto al peggio, disperate, e il governo ha dovuto spendere 15 punti di Pil per rimetterle in sesto. Il resto ce l'hanno rimesso gli azionisti.

Oggi, 30 mesi dopo il G-8 di Cannes, l'Europa germanizzata è in un evidente stato di confusione. La Germania ha costretto tutti, noi compresi, ad accumulare un surplus delle partite correnti. La Grecia è passata in pochi anni da un disavanzo del 15 a un surplus del 2. L'Eurozona nel suo insieme ha ormai un avanzo solido e strutturale del 2 per cento. La Cina è avviata al pareggio, il Giappone è in deficit e l'America è in deficit del 2.

Il galateo prescrive che chi è in surplus rivaluti. Chi svaluta ed è in pareggio è un maleducato, è come il vicino che parcheggia sul nostro posto auto. Chi svaluta ed è in surplus si mette in una posizione ancora più delicata e deve avere specialissime ragioni per non essere mandato vivacemente al diavolo dai vicini. Deve cioè essere nel mezzo di una caduta verticale dei consumi interni, che c'è stata in Eurozona negli anni scorsi ma che in questo momento non c'è.

L'Eurozona, Germania esclusa, è però sull'orlo della deflazione, così come Obama e Geithner, nel novembre 2011, avevano previsto.

E allora che si fa? Si rivaluta ancora, come prescriverebbe il manuale, o si



Barnett Newman. Cathedra. 1951. Stadelijk Museum. Amsterdam.

svaluta per evitare la deflazione contando sulla comprensione dei vicini, che sarebbero comunque danneggiati da un'ulteriore giapponesizzazione dell'Europa?

La Germania si rende conto che è arrivato uno di quei momenti in cui bisogna violare qualche tabù. O si viola un tabù interno, abbandonando ad esempio l'adorato

pareggio di bilancio, o se ne viola uno esterno, cioè europeo. Il criterio tedesco, in caso di difficoltà, è sempre stato e continuerà a essere quello di difendere l'interno e cedere sull'esterno, abbandonando i tabù monetari prima di quelli fiscali. È stato così con l'Omt nel 2012 e sarà così anche quest'anno.

Con l'Omt si sono celebrate le nozze con i fichi secchi. Si sono messe le parole e non si sono messi i soldi. Le parole sono servite a ridurre gli spread e a mantenere in vita l'Italia. I soldi che non sono stati messi allora hanno però causato l'apprezzamento dell'euro. Questa volta quindi ci vorranno soldi veri. Non li metterà il contribuente tedesco, li creerà la Bce. Solo così il mercato e i vicini di casa capiranno che si fa sul serio e accetteranno il deprezzamento dell'euro.

La Germania però non ha ancora deciso. Violerà in giugno un tabù di terza categoria, quello della remunerazione dei depositi bancari presso la Bce (che diventerà negativa), ma prima di violare un tabù di seconda categoria, il Qe, vorrà stare a vedere gli effetti della prima violazione. Se non basterà ci sarà un Ltro in autunno. Se ci vorrà dell'altro verso fine anno avremo il Qe. Non avremo mai, se non in caso di peste, guerra o carestia, la violazione del tabù massimo, quello fiscale interno.

Goldman Sachs, che nei due anni passati ha previsto correttamente un apprezzamento dell'euro fino a 1.40, sostiene che il Qe europeo ci porterebbe tra 1.25 e 1.30. È una previsione molto aggressiva, che potrebbe apparire però più realistica fra qualche mese, quando in America si comincerà a respirare l'aria del rialzo dei tassi.

Non sappiamo se e non sappiamo quando il Qe ci sarà. L'euro verrà comunque mantenuto sotto pressione e la performance borsistica degli esportatori europei (molti dei quali tedeschi) ne trarrà giovamento.

È tempo di togliere velocemente qualsiasi copertura di cambio sugli investimenti in dollari. Prima però di aprire aggressive posizioni corte di euro e lunghe di dollaro e di borsa europea (una replica del gioco fatto sul Giappone l'anno scorso) bisogna fermarsi un momento a considerare il rischio ucraino.

L'Ucraina è un rischio per la borsa europea ma non lo è per il dollaro, anzi. Dovendo dosare le scommesse, quindi, sarà meglio puntare di più sul dollaro.

La borsa americana, se tutto andrà bene, farà meno strada di quelle europee. Il dollaro in rafforzamento compenserà però, almeno in parte, l'eventuale sottoperformance americana.

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.