

**ORA TOCCA A NOI**

15 gennaio 2015

---

**Pur svantaggiata strutturalmente, l'Europa è ciclicamente interessante**

---

Isaac Meyer, che da presidente della Federal Deposit Insurance Corporation ha gestito negli anni Ottanta il fallimento e la successiva ristrutturazione di tremila banche americane, ha pubblicato nel 2010 un libro di durissima critica alla linea nevroticamente iperattivista seguita dal

Tesoro americano e dalla Federal Reserve durante la crisi dell'autunno 2008. Il titolo del libro, *Senseless Panic*, è significativo. Se si fosse stati tutti un po' più calmi, sostiene Meyer, si sarebbero evitati molti fallimenti da una parte e molti costosi salvataggi dall'altra.

Il dibattito sul 2008 continuerà per decenni non solo sulle cause della crisi, ma anche sulle reazioni di policy. Una parte degli storici darà ragione a Meyer e un'altra confermerà invece il giudizio positivo oggi prevalente quando ci voltiamo indietro a guardare quello che fece la Fed in quei mesi.

Qui non vogliamo prendere posizione. Vogliamo solo ricordare che l'attivismo della Fed si tradusse, tra l'altro, nell'impiego di 85 miliardi di



La nuova sede della Bce a Francoforte, la Grossmarkthalle, ospitava fino a qualche anno fa il mercato ortofrutticolo.

pubblico denaro per salvare il gruppo assicurativo privato AIG. Il tutto senza consultare nessuno.

Salvare un'impresa piuttosto che un'altra è una scelta discrezionale che spetta tipicamente all'autorità politica, non a quella monetaria. La decisione della Fed, del resto, fu attaccata duramente dai repubblicani in Congresso e



Grossmarkthalle dopo la ristrutturazione.

non piacque nemmeno alla sinistra democratica. A conclusione del dibattito si decise di aumentare la trasparenza dell'operatività della Fed senza tuttavia limitarne la discrezionalità, preziosa in caso di crisi acuta. Il tutto durò un paio di mesi e poi non se ne parlò più. A nessuno venne in mente di ricorrere alla Corte Suprema. Un problema politico va risolto per via politica, non giudiziaria.

In Europa, al contrario, per limitare la portata dell'OMT (la possibilità di acquisti discrezionali di titoli pubblici di questo o quello stato da parte della Bce) la politica tedesca si è nascosta dietro il ricorso alla magistratura. Il risultato è che l'OMT, deciso nell'estate 2012, è ancora nel limbo. La Corte di Giustizia europea si esprimerà definitivamente solo nell'autunno 2015, dopodiché il caso ritornerà all'esame della Corte costituzionale tedesca, che si prenderà qualche altro mese per pronunciarsi.

Quattro anni per decidere di uno strumento di pronto soccorso danno l'idea di due cose. La prima è la differenza strutturale tra un'America che i problemi li affronta di petto e un'Europa che li affronta in tribunale. La seconda è che il dominio politico tedesco sull'Eurozona si poggia non sulla chiarezza dei principi ma, al contrario, su un uso discrezionale degli stessi. Se l'OMT dovesse fare comodo a Berlino, la si troverebbe già pronta e approvata dalla Bce. Se invece non dovesse piacere, la si bloccherebbe sostenendo l'opportunità di attendere il verdetto della corte. Che sia stata la stessa Corte di Giustizia a sostenere che non spetta ai giudici occuparsi di politica monetaria è del resto indicativo di quanto siano speciose certe argomentazioni tedesche.

L'ambiguità tedesca la ritroveremo nel Quantitative easing europeo che Draghi quasi certamente annuncerà il 22 gennaio. Non vedremo l'entusiasmo del Giappone, che ha ormai deciso in cuor suo di risolvere con la monetizzazione e la svalutazione permanenti i suoi problemi. Vedremo invece un Qe con il freno a mano tirato e una Germania immusonita che cercherà in tutti i modi di screditarlo e limitarlo.

In realtà il governo tedesco ha già accettato da tempo l'idea del Quantitative easing. L'indebolimento dell'euro, accelerato dalla prospettiva del Qe, è visto bene a Berlino. La Germania cercherà però di atteggiarsi a vittima e manterrà di fatto un potere di veto su importi e durata. Per questo, probabilmente, la reazione positiva dei mercati dal 22 in avanti sarà meno travolgente di quella che abbiamo visto in casi analoghi in America e in Giappone. Senza contare che già il 25 gennaio avremo una Grecia governata da Tsipras. Niente di tragico, per carità, ma un argomento in più per quelli che sostengono che l'Europa, per chi investe, è solo una trappola piena di incognite e di insidie.

Tutto quello che abbiamo scritto fin qui dovrebbe confermare questa idea. L'Europa è stata, è e rimarrà strutturalmente meno invitante dell'America per gli investimenti e perfino nel paragone con il Giappone, che ha comunque una strategia di lungo termine ormai definita, continuerà a risultare su molti aspetti svantaggiata.

E tuttavia, per i prossimi 12-18 mesi, l'Europa godrà di due formidabili vantaggi ciclici, la svalutazione dell'euro e il crollo del petrolio. Ricordiamo, a proposito di energia, che l'America è non solo il primo produttore mondiale, ma è anche circondata da produttori (Canada e Messico) che già cominciano a risentire della caduta del prezzo del greggio. L'Eurozona, al contrario, non produce né petrolio né gas. Ai due vantaggi ciclici citati andrà poi aggiunta una politica monetaria più espansiva in Europa a fronte di un'America che prima o poi alzerà i tassi.



La sala dove il Governing Council della Bce delibererà sul Qe.

Il momento è propizio per l'Europa anche in termini di posizionamento dei portafogli. Negli ultimi mesi abbiamo avuto continue sorprese macro positive dall'America e negative dall'Eurozona. Da un paio di settimane, tuttavia, gli Stati Uniti mandano segnali deludenti, mentre l'Europa, gradualmente, comincerà a mostrare segni (ciclici) di vita. Il divario tra la crescita americana e la nostra si ridurrà e i portafogli, ancora impreparati, non potranno non tenerne conto.

A un certo punto i mercati cominceranno a domandarsi se la riduzione del gap di crescita non debba comportare una riconsiderazione del cambio tra euro e dollaro. Dopo i primi effetti del Qe europeo, magari tra 1.10 e 1.15, la svalutazione dell'euro si arresterà. Difficilmente, tuttavia, vedremo un'inversione di tendenza significativa perché sull'America continuerà a

incombere la prospettiva di tassi in rialzo, mentre sappiamo che l'Europa li manterrà a zero per tutto l'orizzonte prevedibile.

Per i portafogli si tratterà dunque di vendere su forza la borsa americana e usare il ricavato in parte per ridurre lentamente l'esposizione complessiva all'equity (opportuna a queste altezze di mercato) e in parte per investire sull'azionario europeo. La parte di riduzione netta del rischio, costituita da dollari rivenienti dalla vendita di azionario americano, potrà essere parcheggiata per qualche mese in Treasuries decennali, che offrono il rendimento più alto tra i paesi del G-7.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



**Disclaimer**

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos 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 il Gruppo Kairos 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.

Nessuna 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 del Gruppo Kairos, 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 del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos 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. Il Gruppo Kairos 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 il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.