



ELLIS ISLAND

10 novembre 2011

Il dollaro come bene rifugio

Esiste, in questi tempi agitati, qualcosa che possa ancora essere considerato un bene rifugio? Qualcosa che offra un grado elevato di tranquillità anche a costo di rinunciare a guadagnare?

Quando si parla di rifugio bisogna chiarirsi bene che cosa si intende. Ci sono infatti, nell'uso comune, due significati ben diversi del termine. Nel primo senso si pensa a qualcosa che rimanga stabile, nel secondo a qualcosa che, in tempi difficili, sia in grado di andare controcorrente e fare guadagnare.

Negli anni Settanta, ad esempio, case e oro furono vissuti inizialmente come beni rifugio capaci di proteggere dall'inflazione, ma a un certo punto furono talmente ricercati da assumere vita propria, diventando oggetto di speculazione.

L'equivoco, in questi casi, è quello di continuare a definire e percepire come bene rifugio qualcosa che in realtà ha cambiato natura e che, essendosi distaccato dalla realtà, è destinato invariabilmente a farvi ritorno una volta finita l'emergenza. Chi comprò oro a 850 dollari nel 1981 lo fece forse con



Emigranti in arrivo a Ellis Island, New York. Anni Venti.

l'idea di proteggersi dall'inflazione, salvo poi ritrovarselo poco sopra 200 vent'anni dopo.

Dopo la crisi del 2008, l'oro e i terreni agricoli sono stati vissuti come beni rifugio d'elezione. In America alcuni money manager rimasti disoccupati si



L'ufficio immigrazione. Ellis Island.

sono reinventati come gestori di fondi agricoli e hanno avuto per qualche tempo un discreto successo.

La storia è nota. I paesi emergenti passano dalle proteine vegetali alla carne, più costosa per chi la compra e redditizia per chi la vende. Gli Stati Uniti, dal canto loro, utilizzano una quantità crescente di mais per produrre etanolo, lasciandone di meno per gli usi tradizionali. Questi due

fattori, uniti a condizioni meteo particolarmente negative per due anni di seguito (e che si stanno prolungando con la siccità nel sud degli Stati Uniti), hanno portato a un raddoppio del prezzo dei terreni agricoli americani.

Come accade puntualmente è forte, in molti, la tentazione di considerare irreversibile questo rialzo, ma in realtà basterà un anno di buoni raccolti (che prima o poi arriverà) per fare scendere il valore delle derrate agricole e dei terreni su cui vengono coltivate.

L'oro sembra invece conservare il suo fascino e, soprattutto dopo che la Banca Nazionale Svizzera è riuscita a bloccare la forza del franco, rimane nella percezione comune come l'ultimo e definitivo bene rifugio.

In realtà l'oro è un asset di rischio e oltretutto altamente volatile. In più è ontologicamente instabile. Nessuno sa che cosa sia esattamente. In certi momenti è inversamente correlato al dollaro, in altri segue il petrolio, in altri ancora segue l'inflazione reale ma, più spesso, va dietro ai fantasmi dell'inflazione temuta, quella che popola gli incubi di chi pensa che il Quantitative Easing sia l'anticamera di Weimar.

Negli ultimi tempi l'oro sembra agganciato in particolare alle borse e sale e scende insieme a loro. La crisi del debito italiano, che in teoria dovrebbe rafforzarlo, lo sta indebolendo. Chi è davvero pessimista e pensa a una recessione globale nei prossimi mesi dovrebbe quindi usare grande cautela anche con l'oro.

Dalla sua l'oro ha comunque ancora alcuni fattori importanti. Continua a essere sottorappresentato nei portafogli, piace a molti banchieri centrali di paesi emergenti, è accumulato in tutte le classi sociali in Asia e potrà contare, fino al 2013 e probabilmente anche ben oltre, su tassi a zero negli Stati Uniti che elimineranno il cost of carry.

In pratica, quindi, nei prossimi mesi l'oro non andrà mai rincorso su forza, ma potrà essere accumulato su debolezza purché si sia pienamente consapevoli della sua natura speculativa e non di reale rifugio.

Che cosa resta, quindi, come rifugio non speculativo? Il dollaro canadese e il dollaro australiano sono spesso citati in questo senso. Il loro legame con l'andamento delle materie prime, tuttavia, li rende poco indicati, o quanto meno subottimali, per chi è davvero pessimista. Lo stesso vale per i titoli governativi tedeschi, non per rischi di credito che non esistono, ma per il loro essere comunque denominati in euro.

L'euro viene solitamente giudicato positivamente, nei confronti del dollaro, perché è espressione di un'area con le partite correnti in pareggio, mentre gli Stati Uniti sono in cronico disavanzo.

L'azzeramento di tutti i disavanzi pubblici di Eurolandia entro pochi anni, fortemente voluto dalla Germania, porterà le partite correnti europee in attivo. Anche la recessione nell'Europa mediterranea, comprimendo consumi e importazioni, andrà in questa direzione, anche se nel modo peggiore. L'euro, tuttavia, non avrà spazi di rafforzamento e dovrà anzi indebolirsi nel caso più che probabile di recessione prolungata nei paesi mediterranei.

Il dollaro, è la nostra ipotesi, potrà quindi restare fermo o rafforzarsi, ma ben difficilmente si indebolirà in un contesto di crisi finanziaria acuta o cronica e di crescita americana più forte di quella di Eurolandia. Sopra 1.35, quindi, offre un parcheggio di buona qualità e rischi asimmetrici (1.25 è molto più probabile, nei prossimi mesi, di 1.45).



ELLIS ISLAND: A VIEW OF THE EMIGRANT STATION IN NEW YORK HARBOR.
L'Emigrant Station di Ellis Island nel 1892, l'anno della sua apertura.

Chi è poi disperatamente pessimista potrà, se lo vorrà, investire una parte dei dollari in Treasuries decennali o trentennali. Sappiamo che rendono poco, che sono volatili e che fra qualche anno perderanno probabilmente molto valore, ma per i prossimi 6-12 mesi la volatilità sarà in un range contenuto, anche perché la Fed si occuperà di non farli mai scendere troppo di prezzo. Il vantaggio di questi titoli, inoltre, è che sono l'unico asset conosciuto che potrà fare bene nel caso tutto il resto, oro incluso, andasse male. Non essendo disperatamente pessimisti suggeriamo, a chi è semplicemente preoccupato, di limitarsi a tenere i dollari in T-Bill, anche se non rendono niente.

Il problema dell'euro è quello di essere, come l'oro, ontologicamente instabile. Oggi è chiaramente una valuta anomala, l'unica al mondo priva di un prestatore di ultima istanza. Fra tre anni, molto probabilmente, sarà una valuta molto più simile a tutte le altre per alcuni aspetti e ancora più anomala per altri.

Non è un mistero che dalla crisi di luglio Francia e Germania stiano studiando seriamente una revisione profonda dell'euro. A quanto è dato di capire si vuole andare nella direzione di una veloce omogeneizzazione delle politiche fiscali, non solo nei numeri aggregati, ma anche nella struttura. Si parla ad esempio di adottare aliquote uguali per tutti su tutte le principali imposte e di una sorta di budget unificato.

Non se ne parla, ma il corollario potrebbe essere quello di una Bce



Ellis Island. Lo sportello del cambiavalute.

prestatore di ultima istanza e forse, chissà, di eurobond. Si parla invece pubblicamente di introdurre la possibilità di uscire dall'euro, attualmente non prevista. Da una parte, quindi, si normalizzerebbe l'euro rendendolo espressione di un'entità politica di fatto unitaria, dall'altra lo si renderebbe ancora

più anomalo introducendo, caso unico al mondo, l'opting out, la possibilità di andarsene.

La discussione, al momento dietro i riflettori, diventerà ufficiale già da dicembre. Il perimetro di questo nuovo euro non è chiaro. L'Italia farà di

tutto per esserne parte ed è probabile che Germania e Francia ci vogliano dentro, ma a condizioni severissime.

Un assaggio di queste condizioni lo stiamo vivendo. Colonne di ispettori europei stanno varcando il Brennero. Se ne è parlato poco, ma il Six-Pack, la nuova normativa europea che rafforza di molto il sistema di controlli minuziosi e sanzioni sui bilanci nazionali ha ultimato la settimana scorsa il suo complicatissimo iter e sta per entrare in funzione in tutta Eurolandia. Da noi lo è già.

Può darsi che l'Europa salti per aria. Se rimane in piedi avremo la bicicletta che avevamo tanto richiesto, quella dell'unificazione fiscale, e ci toccherà pedalare.

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 nè nei confronti di persone residenti in Italia nè 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 ed esclusivamente citando il nome di Kairos Partners SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. 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.