

**FANTA-FX**

2 dicembre 2010

Moneta unica o monete infinite?

Continua senza tregua l'attacco al renminbi e ai titoli delle province occidentali cinesi. I mercati puntano il dito sull'insostenibile disparità di reddito e di ricchezza tra la prospera zona costiera e l'interno del paese, che arranca nella povertà. Le ricche regioni della costa orientale presto o tardi vorranno liberarsi dal peso morto delle regioni occidentali e lanceranno una loro valuta, sostengono molti analisti (nessuno dei quali, peraltro, cinese). Altri sottolineano che restare impiccati a un cambio troppo alto è insostenibile per le regioni interne, che a loro volta accoglieranno con sollievo l'idea di istituire una loro moneta per poterla immediatamente svalutare a volontà.



Carlino napoletano con stemma di Gerusalemme e Annunciazione. 1266-1285

Tensione e nervi scoperti anche sul dollaro, da tempo sotto pressione. Un paper della Fed di Chicago (Is the United States an Optimum Currency Area?) fornisce un'autorevole conferma ai sospetti del mercato. Michael Kouparitsas, autore del paper (cui ha collaborato il governatore Evans, membro del Fomc) sostiene che il Sudest, il Sudovest e le Pianure hanno dinamiche diverse del resto dell'Unione. Lo studio, per evidenti ragioni, non si spinge a prospettare l'adozione di una moneta autonoma per ciascuna delle tre aree, ma le orecchie dei mercati stanno intendendo benissimo il

ragionamento e vogliono portarlo alle estreme conseguenze, ovvero alla dissoluzione di Dollarolandia.

Fanta-fx, naturalmente, ma lo studio della Fed è in rete dal 2001. Non esiste comunque al mondo una valuta che sia espressione di un'area economica omogenea e di cui non si possa dire, se si vuole, che nuoce tanto alle aree forti quanto a quelle deboli in cui circola.

In pratica, se si adotta l'omogeneità come criterio, si può dare luogo a una reazione a catena ad infinitum. L'Italia, tanto per dire, si ritira dall'euro, ma perché fermarsi a una lira che copra l'intero territorio nazionale? Come



Franco delle Due Sicilie con Gioacchino Murat e stemma del regno. 1813

potrebbe il nord ricco ed esportatore convivere monetariamente con un sud in disavanzo cronico delle partite correnti (come il Portogallo)? Meglio creare due valute, si può pensare. Ma accetterebbe il Veneto di stare nella lira-nord insieme al Piemonte, quando è il primo che esporta di più e al secondo converrebbe svalutare? Senza considerare che, tra le province

venete, qualcuna è senz'altro più brava ad accumulare valuta estera (piastre napoletane, doppie genovesi, tarì siciliani, scudi cremonesi e francesconi e rusponi toscani) e non può più sopportare di trascinarsi dietro quelle che esportano meno.

Si può arrivare, facendo fanta-fx estrema, alla valuta individuale, una persona una moneta. Ma perché fermarsi? Ognuno di noi ha gradi di competitività diversi nelle sfere della sua vita e potrebbe emettere più di una valuta, a seconda della sua personale posizione concorrenziale sul lavoro, con i parenti o nel tempo libero.

L'attacco al debito di mezza Europa cui assistiamo in questi giorni è certamente basato sull'individuazione di effettive debolezze dei paesi sotto scacco, ma si giova molto anche del tema dell'insostenibilità e della reversibilità dell'euro. Almeno questo elemento, tuttavia, andrebbe rimosso dalla discussione.

Quanto ai punti deboli dei singoli paesi, che non ha senso negare, Trichet aveva già osservato in maggio, ai tempi della crisi greca, che se i debiti nazionali venissero consolidati in un bilancio europeo apparirebbero sotto una luce completamente diversa. Il debito pubblico europeo, in altre parole, era in maggio ed è anche oggi più basso di quello americano e di quello giapponese.

I mercati soffrono però di una disfunzione cognitiva. Si sa dalla neurofisiologia che non sono le cose a entrare dentro di noi ma siamo invece noi a costruire le immagini, ad assemblare i pixel colorati sulla retina e a trasformarli in oggetti sulla base di concetti che abbiamo già in mente. Con l'America questo funziona perfettamente e la costruiamo come un intero. Quando guardiamo l'Europa, invece, costruiamo e vediamo le parti e non vediamo il tutto.

Certo, se si somma al debito pubblico l'intero passivo delle banche (nell'ipotesi che l'attivo non valga più niente) i problemi diventano esplosivi. Nel ragionamento, tuttavia, c'è una circolarità. Le banche, si dice, non valgono niente perché possiedono montagne di titoli di stato. I titoli di stato, a loro volta, non valgono niente perché gli stati devono garantire le banche e non hanno i soldi per farlo. In realtà, basta salvare le banche irlandesi per salvare i titoli di stato irlandesi, che a loro volta salvano le banche inglesi, tedesche e francesi che li hanno in portafoglio.

A proposito di Irlanda, Barry Eichengreen, uno dei pochi americani che simpatizzano per l'Europa, si è detto molto deluso dalla durezza delle condizioni del salvataggio. Il tasso alto richiesto all'Irlanda dai tedeschi gli fa venire in mente le riparazioni di guerra regolarmente esose che i vincitori usavano richiedere, suscitando il duraturo risentimento dei vinti.

Eichengreen ha ragione, ma non considera due cose. La prima è che la Germania deve vendere alla sua opinione pubblica il salvataggio e deve presentarlo come un buon affare (ci indebiteremo al 3, dice la Merkel agli elettori, e presteremo agli irlandesi al 6). La seconda è che è normale, nei salvataggi lunghi, iniziare con condizioni dure e poi venire incontro al debitore, strada facendo, se questo ha mostrato buona volontà e qualche risultato. Chi fa i conti e dice che greci e irlandesi non ce la faranno mai non ha studiato i periodici riprofilamenti del debito (allungamento delle scadenze, riduzione dei tassi) che gli emergenti, quando erano poveri, hanno negoziato per decenni con il Fondo Monetario e con le banche creditrici. Ristrutturazioni, certo, ma il più delle volte senza coinvolgimento degli obbligazionisti e spesso molto moderate.

El Erian di Pimco, dal canto suo, sostiene che l'Europa è avviata all'implosione perché i suoi policy maker sono reattivi (mentre nella gestione



Doppia genovese con Madonna e Bambino e croce con cherubini alati. 1637-1797

delle crisi bisogna essere proattivi), si muovono tardi solo per guadagnare tempo e non considerano che il tempo lavora contro di loro.

Sulla reattività ha ragione. La Germania del resto la teorizza. Faremo quello che occorre, dice da sempre, quando sarà il momento, non prima. Chi in queste ore fantastica di Quantitative Easing europeo, di massiccia ricapitalizzazione del fondo di salvataggio con l'aiuto del Fondo Monetario e di un'emissione massiccia di bond dell'Unione, ha ragione sugli strumenti potenti che l'Europa può ancora mettere in campo, ma rischia qualche delusione se pensa che siano tutti per l'immediato.

Quanto al tempo che lavora contro, non è detto. I paesi sotto attacco, sottoposti alla pressione della Germania e a quella dei mercati, hanno preso in questi mesi decisioni difficili e hanno conseguito risultati non disprezzabili. Certo, i baltici che si sono tagliati le retribuzioni di un quarto nel 2009 hanno fatto di più (e infatti sono già fuori dalla crisi), ma l'euro debole supplirà in parte alla lentezza delle svalutazioni interne (quelle effettuate, appunto, recuperando competitività tagliando il costo dei fattori, in pratica le retribuzioni).

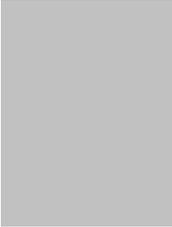
Di fronte a un quadro così fluido i mercati sono comprensibilmente nervosi e volatili. Sui bond e sui cambi non ha molto senso assumere rischi ampi. Situazioni vissute come binarie, in sospensione tra la morte e la vita, danno luogo a reazioni estreme di sollievo e delusione. E' facile, come risultato, rincorrere rialzi effimeri e spaventarsi di nuovo poco dopo, vendendo in perdita. Pasticciare e farsi male è in questi casi quasi la regola per chi non riesce a stare fuori dal mercato.



Zecchino veneziano con San Marco e il Doge e Cristo benedicente. 1789-1797

L'area in cui ha invece senso rischiare è l'azionario. Il solido rialzo in corso ha una motivazione classica offerta dai buoni dati macro in America e perfino nella martoriata Europa. C'è però anche una motivazione nuova, segno dei tempi, che è l'idea che l'equity costituisca ormai una sorta di bene rifugio. Le banche sono ovviamente escluse da questa rappresentazione, ma la loro capitalizzazione è così ridotta che il loro peso sugli indici e nei portafogli è non solo storicamente basso, ma anche in continua diminuzione.

Il quadro macro sorprendentemente positivo (in particolare in Germania e negli Stati Uniti, ma anche nella Cina che frena) sta venendo metabolizzato giorno dopo giorno dalle borse. Quello che ancora non è scontato è l'avvio di



una discussione seria sul risanamento strutturale dei conti pubblici americani. Sono sul tavolo tre proposte di tre commissioni, 30 anni-uomo di lavoro, 250 pagine di buon senso bipartisan. Non si parlerà d'altro, negli Stati Uniti, fino alle elezioni del 2012 e anche oltre. Se alle parole dovesse seguire qualche fatto, l'effetto sarebbe molto positivo per l'economia globale, per il dollaro e per le borse.

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.