

**FALSO ALLARME**

27 ottobre 2011

---

**L'apocalisse è rinviata a data da destinarsi**

---

Ricapitolando. L'Europa non è esplosa. La Germania non è uscita dall'euro. La Grecia nemmeno. L'Italia non è stata espulsa per indegnità. La Spagna è considerata praticamente fuori pericolo. Di Irlanda e Portogallo non si parla nemmeno più. Il Bundestag ha approvato preventivamente senza fare storie. Slovacchi, finlandesi, austriaci e olandesi, solitamente malmostosi in prossimità delle grandi riunioni europee, sono stati silenziosi e collaborativi.

Le banche, volenti o nolenti, si ricapitalizzeranno. Ad addolcire di molto le loro pene, se è vero quanto ha scritto Les Echos, provvederà l'autorità bancaria europea, l'Eba, che le autorizzerà a computare nel capitale i CoCos, obbligazioni ad alto rendimento convertibili in azioni in caso di pericolo per la sopravvivenza della banca.

Un trilione molto abbondante di euro sarà a disposizione per l'acquisto di titoli italiani e spagnoli attraverso l'Efsf. Considerando che la Spagna, verosimilmente, non avrà bisogno di molto sostegno, il fondo potrebbe tranquillamente comprarsi quasi due terzi dello stock di debito italiano.



Albrecht Durer. I quattro cavalieri dell'Apocalisse. 1498.

L'euro, la valuta impossibile, veleggia tranquillo vicino a 1.40, il valore medio degli ultimi cinque anni. La sfiducia cosmica sull'Europa non ha coinvolto i gestori delle riserve valutarie asiatiche, che durante la crisi si sono guardati bene dal vendere gli euro in portafoglio.

Due mesi e mezzo di psicodrammi, di annunci gridati di un grande ritorno al 2008 (peggio, anzi, del 2008), di recessione già conclamata (Soros dixit), di atterraggio duro cinese, di implosione del sistema finanziario globale, di file



Oskar Kokoschka. L'Apocalisse. 1950. Courtaul Art Gallery. Londra.

di depositanti europei in coda davanti alle banche per chiudere il conto e seppellire in giardino i loro poveri euro ed eccoci ancora vivi, con il Dow Jones in rialzo del 3 per cento rispetto all'inizio dell'anno, gli utili delle società al massimo di tutti i tempi e il Pil americano per il quarto trimestre previsto in crescita del 2 per cento annualizzato.

La facciamo facile? Ovvio.

Questa non è la prima volta che un vertice europeo sembra rimettere tutto in piedi. E' la terza o la quarta, se si considera anche il 21 luglio, e si comincia a perdere il conto. Poi mancano milioni di dettagli, nei quali si intravedono nascosti milioni di diavoli. E' facile dire alle banche di andarsi a cercare un centinaio di miliardi e all'Efsf di trovarsi un trilione e mezzo, più difficile è farlo. E' facile promettere riforme, più difficile realizzarle contro la piazza.

L'Europa continuerà poi a compiere le sue difficili acrobazie senza la rete di protezione della sua banca centrale, che i tedeschi hanno tolto, anche se non del tutto, perché temono che si trasformi in un'amaca per la siesta dei lazzaroni mediterranei. Tutti i paesi del mondo hanno questa rete di protezione e la stanno usando, Stati Uniti, Inghilterra, Giappone. L'Europa no.

Brad DeLong nota nel suo blog che la mitica Bank of England, nella mitica metà Ottocento delle virtù auree e vittoriane, fu sbrigativamente invitata dal Tesoro ben tre volte (nel 1847, 1858 e 1866) a violare il mandato che le era stato solennemente conferito (dall'Eccellentissima Maestà Reale, su consiglio dei Lord Spirituali e Temporalis e dei Comuni, in Parlamento riuniti) di non stampare mai, in nessuna circostanza e da chiunque richiesta,

banconote non garantite da oro. La Banca violò tre volte la legge (in nome della *salus populi, suprema lex*) e nessuno ebbe niente da ridire.

Alla Bce questa vergogna verrà risparmiata. Non dovrà più contaminarsi con i titoli italiani e riconsacrare subito dopo il Tempio con la cerimonia della sterilizzazione (in modo da evitare di creare moneta).

Le banche centrali, quando vogliono, sanno benissimo come si fa a sconfiggere la speculazione. La Banca Nazionale Svizzera, quando ha perso la pazienza, ha strizzato senza pietà i compratori di franchi. L'ha fatto con una guerra lampo in cui ha cambiato a sorpresa le regole, prima contenendo gli attaccanti, poi disperdendoli e infine, dopo averli confusi con qualche astuzia, inseguendoli nella foresta e finendoli fino all'ultimo uomo. La Bce, per contro, non ha mai voluto vincere la guerra dei Btp e si è limitata a un'azione di contenimento, usando le piccole variazioni giornaliere dello spread per mandare messaggi a Roma. Ha avuto indubbiamente le sue ragioni, che non hanno però niente a che fare con il timore di creare inflazione e hanno invece tutto a che fare con il problema di base della sfiducia reciproca tra europei. I tedeschi pensano che i mediterranei facciano sistematicamente di tutto per evitare le fatiche e i mediterranei li confermano in questa loro visione muovendosi solo quando sono presi a bastonate.

Quello che conta, tuttavia, è che alla fine i mediterranei si muovono e che i tedeschi, sempre alla fine, danno loro una mano. Tutti, insomma, fanno la cosa giusta, almeno fino al giro successivo. E' questo a tenere in piedi l'Europa.

Chi investe si trova a questo punto in una situazione non facile. Da una parte c'è da prendere atto che, dopo avere preparato i portafogli per l'apocalisse, il sole sorge ancora e il mondo è restato in piedi. Dall'altra c'è da fare i conti con recuperi dai minimi d'inizio settembre che sono già, per prendere solo l'esempio della borsa tedesca, superiori al 25 per cento. Per non parlare del rallentamento della crescita che si profila quanto meno in Europa.

Per quei pochi investitori value che hanno comprato ai minimi questo potrebbe già essere, prudenzialmente, il momento di alleggerire. Per tutti gli



L'Apocalisse. Monastero ortodosso di Osogovo. Repubblica di Macedonia.

altri, che per ragioni assolutamente legittime hanno mantenuto durante la crisi un profilo di rischio molto basso, si tratta a questo punto di procedere nel modo più ordinato possibile, evitando di fare pasticci.

Il mondo rimane un posto pericoloso. Ha uno scenario di base mediocre, ma ha code di rischio grave particolarmente grasse. In genere, nella gestione, bisognerebbe regolarsi sullo scenario di base e gestire le code comprando protezione, ma in circostanze eccezionali la preoccupazione per le code ha titolo per influenzare le scelte in modo decisivo.

In pratica, quindi, chi ha scelto il profilo di rischio basso non ha motivo di ribaltare radicalmente la sua posizione. Può però ridurre moderatamente lo sbilanciamento con qualche acquisto da fare adesso e tenendo da parte qualche fondo per fine novembre-inizio dicembre, quando tornerà a surriscaldarsi il clima politico americano. In quei giorni si deciderà il contesto

economico in cui andranno a svolgersi le presidenziali del novembre 2012. I repubblicani cercheranno di concedere meno ossigeno possibile a Obama, cercando di modulare il bilancio in modo da avere una crescita vicina a zero proprio verso la fine dell'anno prossimo.



L'Apocalisse. Icona russa del XVI secolo.

Il rischio di un profilo prudente è quello di fare, da qui a fine anno, meno degli indici. In compenso, dal momento che saranno comunque in molti a preferire questa strada, l'eventuale sottoperformance rispetto alla media dei gestori sarà bassa. Detto in un altro modo, quasi tutti, in questo 2011, faranno meno bene degli indici.

Nulla vieta, in ogni caso, di destinare gli acquisti alle componenti più aggressive dei mercati. Le borse mediterranee offrono le migliori occasioni e le loro banche sono a livelli molto depressi. Visti gli aumenti di capitale in arrivo, le azioni bancarie non offrono necessariamente il profilo di rischio/rendimento migliore. Il debito subordinato delle banche, al contrario, è certamente degno di considerazione.

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.